

Revista de
**Direito Econômico e
Socioambiental**

ISSN 2179-8214

Licenciado sob uma Licença Creative Commons



REVISTA DE DIREITO ECONÔMICO E SOCIOAMBIENTAL

vol. 9 | n. 1 | janeiro/abril 2018 | ISSN 2179-8214

Periodicidade quadrimestral | www.pucpr.br/direitoeconomico

Curitiba | Programa de Pós-Graduação em Direito da PUCPR



Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle

Startup fundraising: economic aspects of high-risk investments and legal control mechanisms

Victor Cabral Fonseca*

Fundação Getúlio Vargas (Brasil)
vcf.law@gmail.com

Juliana Oliveira Domingues**

Universidade de São Paulo (Brasil)
julianadomingues@usp.br

Recebido: 29/08/2017
Received: 08/29/2017

Aprovado: 04/12/2017
Approved: 12/04/2017

Como citar este artigo/*How to cite this article*: FONSECA, Victor Cabral; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 9, n. 1, p. 319-354, jan./abr. 2018. doi: 10.7213/rev.dir.econ.soc.v9i1.18438

* Mestrando em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social pela Fundação Getúlio Vargas (São Paulo – SP, Brasil). Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito de Ribeirão Preto (FDRP/USP). Realiza pesquisa em Direito, Inovação, Startups e Empreendedorismo. Bolsista Mario Henrique Simonsen, da Fundação Getúlio Vargas. Advogado na área de Startups, Inovação e Corporate Venture. E-mail: vcf.law@gmail.com

** Professora Doutora de Direito Econômico da Universidade de São Paulo (Ribeirão Preto – SP, Brasil). Doutora em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Fundadora do Instituto Brasileiro de Concorrência e Inovação – IBCI. Advogada e Consultora. E-mail: julianadomingues@usp.br

Resumo

Empresas nascentes inovadoras – conhecidas como startups – operam em situação de incerteza e risco. Este contexto decorre de características recorrentes destas empresas, como o oferecimento de produtos ou serviços inovadores, falta de experiência, pouco tempo de existência, porte, etc. Diante deste cenário, é possível encontrar diversos problemas enfrentados por tais empresas, capazes de afastar investidores, como assimetria informacional, custos de transação elevados e relações de agência; por outro lado, investidores enxergam alto potencial de retorno para o capital aportado em startups. Como tais problemas são minimizados pelos investidores típicos de startups, como venture capital ou investidores-anjo? O objetivo deste artigo é analisar quais são os problemas enfrentados no investimento em startups sob uma ótica de Law and Economics e Law and Finance e, assim, estudar o desenvolvimento de mecanismos jurídicos de controle, que objetivam garantir maior proteção do investidor e mitigar seus riscos.

Palavras-chave: startups; investimentos; law and finance; law and economics; mecanismos de controle.

Abstract

Early-stage innovative companies – also known as startups – operate in uncertainty and risk situations. This context is a consequence of some relevant characteristics found on these companies, such as an innovative product or service, lack of experience, short-time existence, firm size, etc. Therefore, it is possible to find many problems that startups face on investments process, which are capable to put away investors, like asymmetric information, agency relationships and transaction costs; on the other side, investors see startup financing as a process with high-potential of returns. How startup typical investors, like venture capitalists or angels, reduce such problems? The main goal of this paper is to study which are the problems startups face under a Law and Economics and Law and Finance optic and, then, analyze the development of legal control mechanisms to assure a better investor protection and the risk mitigation.

Keywords: startups; investments; law and finance; law and economics; control mechanisms.

Sumário

1. Introdução. 2. O conceito de “startups” e seu mercado. 2.1 “Startup” como tipo de empresa. 2.2. “Startup” como estágio de desenvolvimento de uma empresa. 2.3. Alto risco e necessidade de capital externo. 3. Detalhamento do risco de investimentos em negócios inovadores. 3.1. Considerações preliminares. 3.2. Assimetria informacional. 3.3. Custos de agência. 3.4. Custos de transação. 3.5. Estrutura de Capital, *Debt vs Equity* e a *Pecking Order Hypothesis* (POH). 4. Aspectos jurídicos dos mecanismos de controle. 4.1. O contrato de

investimento e diferentes tipos de investidores. **4.2.** Instrumentos conversíveis. **4.3** Participação ativa. **4.4.** Investimento periódico. **4.5.** Sindicalização de investimentos. **4.6.** Direito: mais um mecanismo de controle. **5.** Conclusão. **6.** Referências.

1. Introdução

A evolução tecnológica e a inovação são formas significativas da promoção do desenvolvimento econômico. Conforme demonstrado por Arend, Cario e Enderle, a mudança institucional faz parte do processo evolucionário: em um processo de desenvolvimento, mudanças institucionais ou permitem a inovação, ou se fazem necessárias quando surgem novas tecnologias (ARENDE; CARIO; ENDERLE, 2012, p. 125). Diante desta realidade, os aspectos jurídicos apresentados em determinados países ou regiões são fatores relevantes para impulsionar, ou não, este processo, uma vez que determinadas ferramentas jurídicas podem incentivar a atividade empreendedora – a qual, por sua vez, facilita o surgimento de novas tecnologias.

Uma indústria diretamente afetada por questões jurídicas é a do financiamento de empresas inovadoras. O mercado corporativo demonstra que os recursos financeiros necessários para o surgimento e desenvolvimento das empresas são muitas vezes providos por investidores terceiros, que realizam aportes de capital em startups que, por diversos fatores, julgam promissoras. Os interesses que movem este mercado de investimentos são voltados a um possível retorno, representado por um desinvestimento que traga consigo um ganho de capital considerável.

O financiamento externo de uma empresa normalmente possui uma das seguintes naturezas: um título de dívida (debt) ou a participação direta do investidor na sociedade (equity). Esta, como demonstraremos adiante, é a composição básica da chamada “estrutura de capital” de uma firma. Porém, diante do contexto de incerteza (inclusive jurídica) em que negócios inovadores operam, este binômio não se desenrola de uma forma simples. Tal insegurança acaba refletida nos instrumentos contratuais utilizados então para viabilizar os investimentos na inovação, que apresentam cláusulas e mecanismos cujo objetivo seja de aumentar o grau de proteção dos envolvidos no investimento, notadamente os investidores.

Diante deste cenário, o presente artigo analisará quais os desdobramentos contratuais desta situação de risco em que as empresas inovadoras atuam, diante das teorias clássicas de financiamento de firmas. Para tanto, o artigo se organizará de uma forma a compreender o mercado de startups em si e, num segundo momento, analisar em que pontos as relações contratuais entre os investidores e os empreendedores são afetadas por aspectos problemáticos que são “resolvidos” por mecanismos jurídicos de controle.

Primeiramente, será feita uma breve análise do ambiente de inovação promovido pelas empresas conhecidas no mercado como startups (Parte I). É necessário entender o que são estas empresas e por que são diferentes das demais corporações tradicionais, já consolidadas no mercado e fornecedoras de produtos e serviços já estabelecidos.

Feitas tais considerações, o artigo tratará dos problemas encontrados nestas empresas e que justificam as peculiaridades dos investimentos veiculados nesta indústria (Parte II). É onde traremos as principais noções de Law and Economics e Law and Finance relevantes ao tema (especificamente assimetria informacional, custos de agência, custos de transação e estrutura de capital) e identificaremos seus pontos de tangência com a realidade das startups.

Por fim, trataremos dos instrumentos contratuais em si (Parte III), onde serão analisados os mecanismos normalmente utilizados, que são responsáveis por atuar pelo objetivo da mitigação de riscos e da proteção dos investidores e empreendedores.

2. O conceito de “startups” e seu mercado

Para entender porquê os investimentos em startups apresentam características relacionadas à mitigação de riscos, é preciso preliminarmente estudarmos o conceito do termo “startup”, que demonstrará sua natureza e as particularidades deste mercado.

Diante desta necessidade, uma importante premissa precisa ser delineada: uma startup não deve considerada apenas como um tipo de empresa, tampouco como um estágio de uma. Startups podem ser consideradas, na realidade, uma combinação de ambas ideias: um tipo de empresa, desde que esta esteja em um determinado estágio de desenvolvimento.

Logo, para que uma empresa possa ser enquadrada no conceito de startup, não basta ela se organizar ou fornecer um produto ou serviço de forma diferente das outras; ela também precisa estar em determinada etapa de maturação a qual permita que assim seja chamada.

2.1. “Startup” como tipo de empresa

Para definir a startup como um tipo de empresa, é necessário considerar sua organização e como ela se porta perante o mercado. Para tanto, partiremos do conceito trazido por Eric Ries, autor que definiu a chamada metodologia lean (enxuta) de uma startup: “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, 2012, p. 24). Este conceito permite elucidar duas características fundamentais: a ideia de que tais empresas oferecem produtos inovadores, definidos pelo autor como novos produtos e serviços; e o fato de que estas firmas operam em situações de risco, chamadas de condições de extrema incerteza.

A primeira parte do conceito de Ries fala do oferecimento de novos produtos ou serviços. Assim, é possível atribuir às startups um caráter inovador, e um conceito bastante relacionado a este fato é o de inovação disruptiva. Cunhado por Christensen e Bower (1995, p. 44), a noção de disrupção envolve a inovação que provoca e ameaça mercados já estabelecidos, vez que é lançada uma nova tecnologia capaz de mudar completamente a forma como algum serviço ou produto é oferecido pelos players já consolidados. É uma definição muito semelhante ao conceito de “destruição criadora cíclica” trabalhado por Schumpeter (1939, p. 172; 1997, p. 152), segundo o qual novas tecnologias surgem em ondas – conhecidas como ondas de Kondratieff – após um momento de crise. Para o economista austríaco, esta inovação muda paradigmas pré-existentes, se aproximando, portanto, da disrupção trabalhada mais tarde por Christensen e Bower.

Retornando ao conceito de Ries, sua segunda parte trata da situação de incerteza em que estas empresas se encontram. Grande parte deste contexto decorre justamente do oferecimento de um produto ou serviço ainda não testado no mercado, mas a ideia de incerteza também é consequência da própria organização da empresa.

Sob este prisma, enquanto grandes corporações possuem um nível de governança madura, startups são empresas que podem ser, na maioria das

vezes, consideradas “opacas” (CASSAR, 2004, p. 264). Esta opacidade aumenta sua assimetria informacional, característica que pode ser considerada o ponto de partida para o surgimento de métodos alternativos de financiamento para estas empresas, bem como dos mecanismos de controle tratados especificamente neste artigo. Além disso, de acordo com Bhide (1992, p. 109-117), muitas vezes startups não são muito atrativas aos investidores que buscam empresas mais seguras para alocar seu capital. Escala, propriedades, planos de negócio bem desenvolvidos e fundadores de renome são características que normalmente atraem investidores, e startups quase não as possuem quando comparadas às empresas tradicionais (BHIDE, 1992, p. 109-117).

Ante o exposto, a startup pode ser considerada como um tipo de empresa que promove inovação disruptiva e, por conta disso, opera em condições de alto risco e incerteza. Contudo, como propusemos anteriormente, para que uma empresa seja considerada uma startup, além da forma como se organiza, é fundamental que esteja em determinada etapa de sua vida.

2.2. “Startup” como um estágio de desenvolvimento de uma empresa

Conforme explanado acima, partimos do pressuposto de que para uma empresa ser considerada startup, não basta que esta seja inovadora, mas também precisa se encontrar em um determinado estágio de desenvolvimento. Para Sahlman (1990, p. 479) a fase de startup compreende uma fase prototípica, em que são testados os produtos e seu marketing, por exemplo. Normalmente, nesta fase há também o refinamento de um plano de negócios e a equipe da empresa é montada. Outros autores (METRICK; YASUDA, 2010, p. 532; FREEAR; WETZEL, 1990) também vão neste sentido, ao considerar como startup uma empresa em fase *pre-marketing*, ou seja, àquela que ainda não comercializa seu produto ou serviço.

Cumming e Johan (2009, p. 305) descrevem startups como aquelas em fase inicial de desenvolvimento. De acordo com os autores, são normalmente baseadas em meros conceitos, sem que haja um produto lançado no mercado; podem também até ter criado um produto, mas que ainda não foi vendido. Apesar da necessidade de capital não ser tão alta diante deste cenário, para que um investimento gere frutos ele normalmente deve ser feito por um período alongado de tempo (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 305).

É importante destacar que apesar de considerarmos startup como uma fase de desenvolvimento de uma empresa, ela não pode ser confundida com a definição simples de empresa “pequena”, por dois motivos: a) no Brasil, temos a definição legal de Microempresa e Pequeno Porte levando-se em conta principalmente seu faturamento (Art. 3º, Lei Complementar n. 123/06), o que pode ou não ser a situação contábil de uma startup; e b) como dissemos anteriormente, é ideal que o conceito de startup seja restrito à empresas que oferecem inovação.

Assim, é possível concluir que o conceito de startup se encerra em um tipo de empresa (inovadora), desde que esta se encontre em uma determinada fase (nascente ou prototipal). A incerteza, o alto risco e a necessidade de capital externo são consequências diretas deste conceito.

2.3. Alto risco e necessidade de capital externo

De acordo com seu plano de negócios, uma firma pode levantar capital internamente ou externamente – é a chamada estrutura de capital, estudada mais a fundo posteriormente neste artigo. Pela dificuldade na obtenção de capital externo, os fundadores de uma startup, principalmente no começo, buscam financiar de seus negócios internamente, por meio do chamado *Bootstrapping* (WINBORG; LANDSTRÖM, 2000, p. 239). Contudo, manter-se com financiamentos internos, seja com capital dos empreendedores ou receitas próprias nem sempre é uma tarefa fácil, principalmente quando há um fluxo de caixa negativo, caso típico destas empresas (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 7).

Assim, em determinado momento a empresa recorre a investimentos externos para desenvolver suas atividades, o que faz com que o problema envolva um terceiro: o investidor, que busca o melhor retorno para o capital aportado. A questão, neste caso, é que startups possuem potencial de retorno, mas operam em situação de notória incerteza – como demonstrado. Assim, acabam sendo consideradas como investimentos de risco, principalmente no momento em que estão em etapas mais embrionárias.

Deste modo, quando startups tentam levantar recursos no mercado, o grau de incerteza em que operam diminui o interesse de investidores comuns. Surgem então modalidades alternativas de financiamento (CASSAR, 2004, p. 265; McCAHERY; RENNEBOOG, 2003, p. 4), com mecanismos de controle para mitigação de riscos (SAHLMAN, 1990, p. 474).

Podemos dizer, então, que os agentes do mercado desejam investir em empresas inovadoras, mas querem mitigar os riscos que esta empreitada pode ter em seu patrimônio pessoal. A forma que encontraram para tanto tangencia em muitos pontos que são mais jurídicos do que negociais, e são parte dos chamados mecanismos de controle, que figuram tanto nos contratos em si, quanto nas próprias observadas recorrentemente nestas operações. Na próxima subseção, descreveremos quais são os aspectos sensíveis destas operações de investimento.

3. Detalhamento dos riscos de investimentos em negócios inovadores

3.1. Considerações preliminares

Partiremos aqui da premissa de que toda empresa necessita de capital para desenvolver suas atividades. Não se tratam somente de seus custos operacionais; uma empresa tem um plano de negócios para ser cumprido, que muitas vezes envolve o oferecimento e escalabilidade de um produto. Como pode, então, auferir os lucros de sua atividade sem antes mesmo levantar o capital necessário para lança-la ao mercado?

Empresas investidas externamente podem crescer de forma bem mais rápida do que as demais (McCAHERY; RENNEBOOG, 2003, p. 1). E apesar de possuírem características pouco atrativas (poucos ativos tangíveis e alto risco), startups também possuem um alto potencial de crescimento (CASSAR, 2004, p. 280).

Nos itens que seguem, trataremos de alguns pontos sensíveis do financiamento de empresas inovadoras. Como mostrado anteriormente, tratam-se de fatores que influenciam o nível de risco que um investidor assume ao aportar capital em negócios desta natureza. É possível dizer, a priori, que estamos diante de uma cadeia de problemas que surgem de forma consequente: um leva ao outro.

E necessário, ainda em caráter preliminar, fazer uma ressalva que será melhor compreendida mais adiante. Ainda que boa parte da literatura identifique estes problemas como típicos dos investimentos em venture capital, ou seja, os estruturados por meio de fundos, estes problemas decorrem de características que são típicas das empresas em si. Desta forma, as questões apresentadas a seguir são comuns à maioria das startups, pois

estas compartilham aspectos negociais e estruturais; logo, são refletidas nos contratos de investimento de todas as naturezas utilizados por startups, como estudaremos na Seção III deste artigo.

Portanto, iniciaremos demonstrando a incidência do problema da assimetria informacional; num segundo momento, trataremos sobre os problemas de agência e os custos de transação; por fim, trataremos da estruturação de capital da empresa, a questão debt-equity e a tomada de decisões. Em todas as partes, relacionaremos a presença de tais problemas com as características de startups.

3.2. A assimetria informacional

A assimetria informacional foi uma questão levantada por Akerlof (1970, p. 490). Em artigo que se tornou o cânone desta temática, analisa os impactos que haveria um mercado em caso de desconhecimento sobre a qualidade de um bem a ser adquirido, e conclui que em um contexto de falta de informações claras, um produto ruim poderia ser vendido como bom. Esta razão é completamente relacionada com contextos de incerteza. “A dificuldade de se diferenciar o que é bom do que é ruim” – diz Akerlof – “é inerente ao mundo dos negócios; pode inclusive explicar muitas instituições econômicas e ser um dos aspectos mais importantes da incerteza” (AKERLOF, 1970, p. 500).

Como descrito oportunamente, a incerteza é um fator natural de uma startup que atua em mercados pouco explorados. A inovação nos produtos oferecidos em seus métodos de gestão faz com que estas empresas estejam constantemente em situações de incerteza. Por tal razão, os problemas de um investimento em startups começam com a assimetria informacional. Num contexto em que um negócio inovador está sendo desenvolvido, os fundadores e gestores tendem a saber mais do que o investidor (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 10). Analogamente à teoria de Akerlof, portanto, temos que a falta de clareza de dados a respeito destas empresas pode confundir os investidores, que correm o risco de alocarem recursos em empresas que são pouco promissoras achando que estas são, de fato, bons negócios.

Em que pontos uma startup possui problemas de assimetria informacional? No contexto destes negócios, o problema da assimetria informacional incide, a priori, no fato de que gestores tendem a revelar o mínimo possível de seu negócio para os investidores. Questões como seu

core business e alguns segredos se tornam pontos sensíveis que criam um vácuo informacional na relação das partes (WINBORG; LANDSTRÖM, 2000, p. 237).

Além disso, a própria característica da empresa pode representar uma assimetria informacional em si. Falamos anteriormente que uma startup é uma empresa inovadora e recente, ou seja, em um estágio bem preliminar de desenvolvimento. Isto significa dizer que, além de os potenciais investidores possuírem acesso às informações das empresas, algumas tampouco existem, dado o pouco tempo em que operam (CASSAR, 2004, p. 265); por conta disso, é possível destacar que aos olhos dos investidores estas empresas possuem potencial, mas é quase impossível metrifica-lo.

Um outro aspecto importante é a natureza bilateral da assimetria informacional. Ao aplicar o conceito às startups, é bem comum alocar toda a informação como se fosse de propriedade do empreendedor. Contudo, num momento em que a empresa ainda está em fase embrionária, é o investidor quem possui dados a respeito do mercado. Nessa lógica, a assimetria informacional é uma via de mão-dupla (WINBORG; LANDSTRÖM, 2000, p. 237).

Além disso, temos a consideração de Williamson (1981, p. 554), que considera uma má-distribuição de informações como uma consequência direta de uma atuação oportunista dos agentes. Para Williamson, que estuda os custos de transação (abordaremos tempestivamente este tema), os envolvidos em um business podem agir de forma oportunista, revelando informações em compasso com seus próprios interesses. Isto, desta forma, aumentaria o vácuo informacional entre um agente e outro.

Sumarizando o explanado em parágrafos anteriores, o trabalho de Cumming e Johan (2009, p. 305) considera que a assimetria informacional decorre de algumas características típicas de startups: a) pouco tempo para terem demonstrado resultado; b) um produto único, sem um potencial comercial demonstrado ou validado; e c) o papel do empreendedor é de extrema relevância para o sucesso da empresa, as informações a seu respeito são escassas e normalmente seus planos não são totalmente revelados. Estes traços, concluem os autores, tornam mais difícil a avaliação do investimento pleiteado.

Desta forma, a questão da assimetria informacional faz com que o sucesso daquele investimento dependa inclusive das habilidades do investidor em identificar negócios promissores para aportar seu capital e,

neste sentido, levantar o máximo de informações possíveis a seu respeito (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 10).

A assimetria informacional, então, por demandar uma investigação mais profunda dos negócios que receberão investimento, torna um *venture capitalist* um especialista em identificar riscos; conseqüentemente, estes também adquirem experiência em organizar as startups que investem, de forma a extrair o máximo de valor possível delas (COOTER, 2005, p. 377). Em um mesmo ângulo, Sahlman (1990, p. 473) justifica a presença ativa destes investidores nos negócios em que aportam capital, mas este é um dos mecanismos de proteção que será tratado mais adiante.

Portanto, pode-se dizer que a assimetria informacional é o ponto de partida para as principais dificuldades de medir a qualidade de um investimento em startups. Isto principalmente porque se trata de um problema encontrado muitas vezes antes mesmo de um terceiro se tornar, de fato, investidor daquela empresa. Como a decisão parte da obtenção de informação a respeito de um negócio (GOMPERS, 1995, p. 1461), um vácuo no aspecto informacional pode inviabilizar todo o processo de investimento.

3.3. Custos de agência

Duas importantes teorias clássicas a respeito da organização de uma firma se relacionam com o papel da assimetria informacional na tomada de decisões: a teoria da agência e a teoria dos custos de transação. Para entender a primeira delas, a que trata dos *custos de agência*, é necessário antes entender do que se trata uma *relação de agência*.

Quando um problema envolve a relação entre duas entidades no âmbito de uma firma, ele pode ser enquadrado na teoria da agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 308), uma relação de agência é um contrato em que uma ou mais pessoas (principais), em um ato que envolve certa autoridade, delegam a realização de uma atividade a terceiro (agente).

Numa delegação de uma tarefa, é comum que haja divergência de interesses. Uma vez que certa incumbência é recebida, o agente pode nem sempre atuar nos melhores interesses do principal. Logo, a relação de agência: a) exige que seja feito o monitoramento da atividade; b) causa um gasto de recursos a fim de garantir que os interesses do principal serão atendidos da melhor forma; e c) gera uma perda residual. À soma destas três

consequências, enfim, dá-se o nome de *custos de agência* (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

É importante que seja feita uma ressalva: os papéis de agente e principal não são fixos, e variam conforme a situação – o que significa dizer, na prática, uma mesma pessoa pode ser tanto agente quanto principal, a depender da relação analisada. Quantas forem as entidades envolvidas naquele negócio, tantas serão as relações de agência existentes e em cada situação o papel de principal e o de agente serão assumidos por um dos indivíduos. Esta complexidade é o que torna a incidência dos problemas de agência uma questão difícil de ser resolvida.

Em um exemplo prático desta situação no processo de financiamento de startups, em certos momentos o principal é o investidor, que delega ao empreendedor o uso correto daquele capital. Contudo, este papel pode ser invertido se na relação analisada o empreendedor pretende obter algum tipo de mentoria do investidor, no qual se espera que este último aconselhe o primeiro em seus melhores interesses. Assim, como em qualquer firma, em startups não há somente uma relação-principal agente.

Dissemos anteriormente que a assimetria informacional era um importante ponto de largada para entendermos conflitos relacionados ao investimento em startups. Duas consequências de uma situação em que a informação não está posta de uma forma clara são a *adverse selection* - seleção adversa - e o *moral hazard* - risco moral (PAULY, 1974, p. 45). Enquanto a primeira diz respeito à escolha errada de um produto, a segunda refere-se à possibilidade que o indivíduo possui de alterar seu comportamento durante uma relação. Como envolvem sempre dois indivíduos em que há um vácuo de informação entre eles, é possível traçar uma sinergia entre estas noções e a teoria da agência aqui exposta. São, desta forma, *problemas* ou *custos* de agência bastante evidentes.

Cumming e Johan (2009, p. 35) definem muito bem o que consideram ser os problemas de agência encontrados numa relação de investimento em *venture capital*. De acordo com os autores, além do risco moral e da seleção adversa já expostas, temos também: risco moral bilateral, risco moral multitarefa, *free-riding*, *hold-up*, barganha trilateral, *window dressing*, *underinvesting*, *asset stripping* e *risk shifting*. Para os autores, em startups tais custos de agência se manifestam nas seguintes situações:

- I. *Risco moral*, quando não há certeza a respeito do agente atuar em favor dos melhores interesses do principal;
- II. *Risco moral bilateral*, quando se espera de ambas as partes envolvidas (investidor e empreendedor, por exemplo) que uma aja em favor da outra, e não se sabe se isto ocorrerá;
- III. *Risco moral multitarefa*, quando há uma pluralidade de tarefas as serem executadas pelo agente e nem todas são em nome do mesmo principal – e pode haver conflito de interesses com terceiros (por exemplo, quando o principal é o empreendedor e o agente é o fundo de investimentos, que também possui participação em outras empresas e nem sempre pode agir somente em favor daquele empreendedor principal);
- IV. *Seleção adversa*, quando diferentes condições de cada investimento a ser escolhido pelo investidor “maquiam” as reais situações destas empresas e podem significar que aquela empresa não é a melhor a ser investida, ou simplesmente que aqueles instrumentos escolhidos para viabilizar os investimentos não são os melhores;
- V. *Free-riding*, quando os esforços de um indivíduo são aproveitados por outros;
- VI. *Hold-up*, quando há diferentes poderes de barganha envolvidos naquela relação de agência;
- VII. *Barganha trilateral*, quando há surge a figura de um terceiro “novo investidor” que pode contrariar os interesses de um investidor já presente no negócio;
- VIII. *Window dressing*, quando o agente não é honesto quanto à real situação do seu produto. São exemplos: empreendedores tentam conseguir capital através da maquiagem da real situação da empresa, como exagerando dados, escondendo problemas, etc. ou administradores de fundos que não oferecem aos investidores os dados informacionais corretos de seu portfólio, por exemplo;
- IX. *Underinvesting*, quando o empreendedor não possui incentivos para garantir o sucesso do empreendimento, e pode prejudicar os investidores futuros e até a própria empresa;
- X. *Asset stripping*, quando o empreendedor possui mais informações que o investidor sobre uma má-situação da empresa e começa a gastar o pouco dinheiro da empresa de uma forma descontrolada, a fim de tirar proveito o máximo que pode antes de uma falência. Neste caso, o

investidor não seria recompensado em caso de liquidação da companhia – ou seria recompensado menos do que poderia ser;

- XI. *Risk shifting*, quando após receber um investimento, a empresa assume projetos mais arriscados, mudando seu perfil, e alocando parte do risco ao investidor, que agora faz parte do negócio;

Estes são os custos de agência normalmente observados em um quadro de investimentos em startup, originados da relação agente-principal observada neste contexto. De acordo com Cumming e Johan (2009, p. 35), então, a existência de vários envolvidos (investidor, *venture capitalist*, empreendedor, etc.) é o que origina tais custos.

A teoria da agência, então, prevê a existência de custos de agência – que, por seu lado, podem representar impedimentos para que os investimentos sejam realizados de forma mais abundante no mercado. Contudo, é interessante notar que o próprio surgimento de métodos alternativos de financiamento de startups são consequências diretas da existência destes custos. Ausentes, não haveria a necessidade de mecanismos especializados, uma vez que os tradicionais bastariam para que estes negócios prosperassem.

3.4. Custos de transação

A abordagem dos custos de transação decorre da teoria da firma, cunhada por Ronald Coase em 1937. Neste artigo, o autor busca justificar o surgimento de várias firmas para desenvolver as atividades, em detrimento de apenas uma grande firma. Para tanto, desenvolve a lógica de preços para justificar a tomada de decisões no mercado, mas analisa como tal tomada de decisões se dá no âmbito interno de uma estrutura (COASE, 1937, p. 388). A ideia geral é a de organização: uma empresa cresce quando suas transações adicionais são organizadas pelo empreendedor (COASE, 1937, p. 393). Desta forma, a organização das transações são as responsáveis por direcionar o surgimento de várias empresas atuantes no mercado.

O trabalho de Coase inspirou Oliver Williamson a desenvolver a chamada Economia dos Custos de Transação (*Transaction-Cost Economics* ou simplesmente *TCE*). De acordo com Williamson, uma transação ocorre quando um bem ou serviço é transferido por meio de uma interface (WILLIAMSON, 1981, p. 552). O autor estabelece uma metáfora para a compreensão do problema: uma máquina bem ajustada funciona bem; no

entanto, havendo atrito, esta máquina terá dificuldades para operar. Este atrito, em analogia econômica, pode ser considerado um *custo de transação*. Desta forma, em uma organização em que as transações se dão de forma harmoniosa, os custos de transação serão baixos (WILLIAMSON, 1981, p. 552). Havendo conflitos, atrasos ou outros desentendimentos, os custos são elevados. Estas são as premissas principais.

Contudo, a compreensão dos custos de transação demanda uma análise um pouco mais profunda. Williamson (1981, p. 553) considera que esta lógica traz a possibilidade de se pensar por meio de custos comparados de planejamento, adaptação e monitoramento de tarefas em estruturas de governança alternativas. Para tanto, é relevante trazer à tona o trabalho anterior do próprio Williamson, que considera como dimensões que permitem descrever todas as transações existentes: a) seu grau de incerteza; b) a frequência que ocorrem; e c) o nível de investimentos idiossincráticos (WILLIAMSON, 1979, p. 246).

A razão pela qual o entendimento dos custos de transação é tão relevante é por que estes também estão relacionados com a questão da assimetria informacional. Os custos de transação tendem a ser elevados uma vez em que as informações estão distribuídas de forma desigual, e, ainda, são reveladas na subjetividade dos envolvidos. Williamson (1981, p. 554) chama isso de oportunismo dos agentes, e tal fator influencia diretamente os custos de transação.

Em considerações a respeito do trabalho de Williamson, Bart Nooteboom (1993, p. 284) demonstra que a presença de agentes externos em uma relação aumenta a incidência de oportunismo, uma vez que os atos ficam mais vulneráveis à subjetividade dos agentes. O autor ainda especificamente trata dos custos de transação concernentes à pequenas e médias empresas, os quais considera maiores do que os custos presentes em organizações consolidadas.

Levando-se em conta que o trabalho dos autores supracitados tem origem em uma lógica de *buy-or-make* (WILLIAMSON, 1981, p. 556), ou seja, da tomada de decisões a respeito das vantagens e desvantagens que uma companhia teria ao comprar de um terceiro ao invés de desenvolver uma ideia com processos próprios, esta noção é perfeitamente aplicável à obtenção de investimentos (CASSAR, 2004, p. 266).

Em face do exposto e aliando os trabalhos de Nooteboom e de Williamson, é possível destacar que os custos de transação de uma startup

são normalmente mais altos do que nas demais empresas por três motivos principais: a) por serem empresas recentes, normalmente seu porte é pequeno ou médio; b) tais empresas estão em situações em que, como demonstrado, há grau elevado de assimetria informacional; e c) o nível de incerteza é uma característica inerente a tais organizações.

Neste sentido, considerar os custos de transação é uma prática relevante tanto para os investidores, quanto para as empresas em processo de levantamento de recursos. É possível encontrar argumentos relacionados a esta ideia em vários momentos de um investimento. Primeiramente, a ponderação é: em que momento é importante para a empresa buscar capital no mercado (WINBORG; LANDSTRÖM, 2000, p. 248); num segundo momento, o investidor questiona o que pode fazer para mitigar seus riscos em um contrato de investimentos avançado com uma empresa cujos custos de transação são relativamente mais altos do que nas demais (SAHLMAN, 1990, p. 510).

É importante traçar um último ponto, referente à relação de questões jurídicas com a existência de custos de transação. A proposta de um investimento que envolve um risco elevado – como os feitos em startups – trabalha com a ideia de que a mitigação de riscos é necessária. Por outro lado, a elaboração de contratos protetivos demanda um custo mais elevado do que o normal. Assim, até que ponto questões jurídicas se relacionam com a diminuição de custos de transação?

Em primeiro lugar, podemos destacar os custos de meramente haver o cumprimento da lei. Se temos que observar certas normas restritivas à atividade do empreendedor, estas podem significar que os custos de transações serão afetados pela necessidade de se empreitar esforços e capital para cumprir às exigências legais. Num mesmo sentido, Cooter (2005, p. 293) considera que a necessidade de um empreendedor se atualizar a respeito de mudanças em leis é, propriamente dita, um custo de transação. Assim, o autor considera que quando a lei segue as normas de mercado, os custos de transação são mais baixos; caso a lei seja feita de maneira apartada das normas de mercado, ou seja, não represente as reais necessidades do campo fático, os custos de transação se elevam (COOTER, 2005, p. 293).

Retornando a Nooteboom (1993, p. 294), a compreensão dos custos de transação permite uma visão macro a respeito do problema no que tange a confecção de normas. Para o autor, uma ação conjunta do governo, partidos políticos e das próprias pequenas empresas poderia culminar na

elaboração de normas que: a) restrinjam a condução de negócios de forma oportunista; b) determinem modos de atuação que reduzem os custos de busca, avaliação, contratação, monitoramento e arbitragem; c) estabeleçam padrões éticos de condução de negócios.

Sob uma outra ótica, podemos analisar os custos referente a advogados e juristas para aconselhar e atuar em representação dos melhores interesses da empresa. Normalmente, assume-se que a contratação de advogados seria um custo adicional para as empresas. Sem embargo, como demonstrado anteriormente, os custos de transação não são necessariamente pecuniários. Logo, é possível afirmar que um bom advogado, capaz de elaborar contratos mais protetivos e que reduzem incertezas, na realidade reduz os custos de transação, por agregar um valor subjetivo ao processo (GILSON, 1984, p. 313).

Desta forma, seja qual for o prisma utilizado constataríamos que aspectos legais influenciam diretamente os custos de transação – e podem ser determinantes na decisão por um investimento – resta claro que esta relação existe. Os custos em si, por conseguinte, decorrem diretamente do problema de assimetria informacional já descrito.

Para entender a tomada de decisões de financiamento de empresas, é preciso antes estudar o conceito de estrutura de capital – o que faremos a seguir.

3.5. Estrutura de Capital, Debt vs Equity e a Pecking Order Hypothesis (POH).

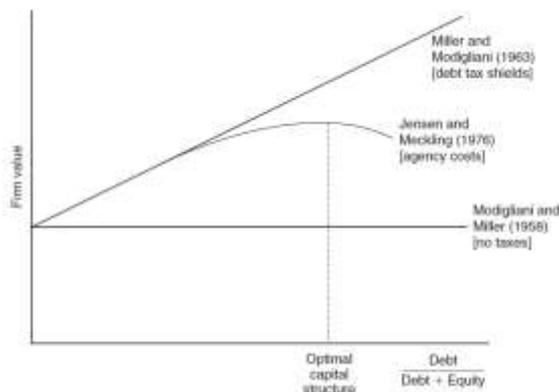
A noção de estrutura de capital decorre do trabalho de Modigliani e Miller (1958, p. 261; 1963, p. 434), o qual analisa o custo do capital levantado por uma empresa. O teorema proposto pelos professores permite que a captação de recursos externos siga uma lógica que considera o chamado *custo do capital* a ser obtido. Temos que a estrutura de capital da empresa consiste, basicamente, na chamada *debt-equity ratio* (ou simplesmente proporção dívida-participação), em que a tomada de decisões sobre a origem do capital levantado (se advindo de títulos de dívida ou da compra de ações, por exemplo) depende do custo presente em cada uma das opções.

O estudo de Modigliani e Miller foi contestado por Jensen e Meckling (1976, p. 333), ao afirmar que a teoria da estrutura de capital proposta

anteriormente não levava em conta os custos de falência (*bankruptcy costs*) e subsídios no pagamento de juros (*tax subsidies on the payment of interest*).

O teorema Modigliani-Miller é baseado na premissa de que a probabilidade da distribuição do fluxo de caixa na firma é independente da sua estrutura de capital” - iniciam Jensen e Meckling – “Acreditamos que a existência de custos de agência dá razões ainda mais fortes para argumentar sobre a probabilidade de a distribuição futura de fluxos de caixa não ser independente da estrutura de capital (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 333, tradução nossa).

Se considerássemos apenas o cenário hipoteticamente previsto por Modigliani e Miller, portanto, temos que para os autores as empresas deveriam ser quase totalmente financiadas por dívidas (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 333).



Fonte: Cumming e Johan, 2009, p. 45

A imagem acima é uma representação gráfica trazida por Cumming e Johan (2009, p. 45) sobre os diálogos entre as teorias de Modigliani e Miller (tanto a primeira de 1958 quanto a sua correção, publicada em 1963) com os trabalhos de Jensen e Meckling, que introduziram os custos de agência no raciocínio de estrutura de capital. Nota-se que para Modigliani e Miller, inicialmente o valor da firma mantinha-se estático enquanto a razão da dívida sobre toda a estrutura de capital aumentava. Ou seja, independente da proporção da estrutura de capital, o valor da firma era o mesmo. Em 1963, as taxas foram incluídas na conta – assim, o valor da firma subia juntamente com a quantidade de capital obtido em formato de dívida. Ao introduzirmos

os custos de agência, surge a noção de que a emissão de dívidas ou títulos de participação (ações, etc) tinham seus próprios custos – logo, haveria uma proporção ótima de estrutura de capital, responsável por elevar a firma a seu maior valor possível.

Particularmente na realidade das startups, os fatores que trabalhamos até agora (assimetria informacional, custos de transação e de agência, incerteza, tamanho, etc) influenciam a sua estrutura de capital. Ou seja, possuem papel relevante a respeito da estratégia adotada pela empresa sobre a origem de seus investimentos – se internos ou externos; se securitizados por meio de dívidas ou ações). Isto por que características como porte, risco, crescimento em vendas e estoques orientam a estrutura de capital de uma empresa (WALD, 1999, p. 161), e estes são pontos especialmente sensíveis no contexto de empresas startups.

Para estudar a relação dos custos de transação com a estrutura de capital de uma empresa, Titman e Wessels (1988, p. 17) consideram que a proporção *debt-equity* de uma firma depende muito de suas particularidades; desta maneira, os custos de transação em pequenos negócios representam importante papel na tomada de decisões a respeito de seu financiamento. Empresas de porte pequeno possuem custos maiores para emitir ações ou instrumentos de dívida de longo prazo, optando assim por empréstimos de curto prazo (TITMAN; WESSELS, 1998, p. 6). De qualquer modo, uma vez que os custos de transação são mais altos em empresas startups – por diversos fatores, v. partes anteriores deste trabalho – estes são considerados na estratégia de estrutura de capital adotada pelo empreendedor.

Além dos custos de agência e dos custos de transação, problemas relacionados ao *debt-equity* também são consequências diretas da assimetria informacional existente entre empreendedores e investidores (KORTUM; LERNER, 2003, p. 192). Na ausência de assimetria informacional, o custo de financiamento seria menor; em decorrência, haveria menos questionamentos referentes à origem do capital da empresa.

Nota-se, assim, que a estrutura de capital da firma pode ser questão estratégica para o empreendedor. Este tem (ou deveria ter) um plano sobre as fontes de capital que irá buscar ao longo da vida da empresa. Neste sentido, Myers (1984, p. 576) propõe duas formas de planejamento para a estrutura de capital: a *static trade-off* e a *pecking order theory*. Sintetizando o raciocínio do autor, no primeiro método uma firma determina uma

proporção dívida-participação ideal e busca, a partir de então, atingir esta proporção, ajustando seus negócios; na segunda, por sua vez, não há uma proporção ideal a ser buscada, sendo considerados aqui os custos envolvidos em cada instrumento de financiamento, hierarquizando-os em ordem de preferência. Myers e Majluf (1984, p. 219) ainda julgam a existência de assimetria informacional como determinante nestas escolhas.

A análise econômica pormenorizada torna a *pecking order theory* (ou *pecking order hypothesis* ou “POH”) um mecanismo mais complexo, para o qual a literatura demonstra que, diante dos custos de cada origem de capital, a firma deve preferencialmente financiar-se internamente; se houver a necessidade de buscar capital externo, instrumentos de *debt* são mais vantajosos que instrumentos de *equity* (MYERS, 1984, p. 576). Contudo, esta hipótese é uma premissa geral, ou seja, aplicável a qualquer organização corporativa (em tese). Em quais aspectos ela é relevante para entendermos os mecanismos de compensação dos contratos de financiamento de startups?

Num primeiro momento, a estratégia *debt-equity* afeta especialmente a realidade das startups com o chamado *bootstrapping*. De acordo com Winborg e Landström (2000, p. 248), a presença de características que influenciam a tomada de decisões a respeito da estrutura de capital – alta incerteza e o risco de comportamentos oportunistas – traz problemas para uma startup que busca recursos no mercado. Nota-se que por conta disso, bancos não costumam investir neste tipo de empresas por meio de linhas de crédito convencionais, e os investidores, por sua vez, colocam algumas barreiras. Como consequência, empreendedores em *early-stage* acabam recorrendo a recursos próprios para financiarem seus negócios, tanto financeiros quanto intelectuais (WINBORG E LANDSTRÖM, 2000, p. 248).

É o chamado *bootstrapping*, em que a necessidade de recursos externos é mitigada pela maximização do potencial dos recursos já presentes no ambiente da empresa (BHIDE, 1992, p. 109-117). Este comportamento é observado, por exemplo, quando um empreendedor usa sua poupança para começar seu negócio, ou até mesmo quando um dos fundadores possui um talento especial e desenvolve na empresa (como desenvolver um software, tirar fotografias, fazer a contabilidade da empresa...).

Posto que a *pecking order hypothesis* contabiliza os custos de cada instrumento de financiamento, é razoável questionar se estes custos variam no ambiente de uma startup a ponto de influenciar o resultado final desta

teoria. Paul, Whittam e Wyper (2007, p. 17) afirmam, deste modo, que a POH não se aplicaria às startups, pelo fato de não pesar o valor agregado que um investidor traria ao adquirir uma participação societária (*equity*) na firma; logo, os custos da utilização de *equity* são diferentes nas startups. Então, dado que a POH estima o financiamento via *equity* como o último a ser buscado pelas empresas, esta hipótese não seria eficiente para as startups, que se beneficiam das subjetividades dos empreendedores.

Todavia, a presença de mecanismos de mitigação contratual de riscos – o objeto deste artigo – rebate este entendimento, pois as situações de incerteza e risco de uma startup são muito protuberantes para que seja ignorado seu efeito nesta indústria. Cassar (2004, p. 264), neste sentido, elenca que são muitos os fatores que, acaso presentes em startups, marcam toda a estrutura de financiamento destas empresas. Fluck (1998, p. 404) demonstrou, inclusive, que o número de *debt* em relação a *equity* varia de forma inversamente proporcional ao fluxo de caixa (quanto maior o fluxo do negócio, maior o número de financiamento via dívidas). Uma vez que o fluxo de caixa em startups costuma ser negativo (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 7) no início, conclui-se que estas empresas devem sim preferir instrumentos de dívida em relação à participação societária, o que vai de acordo com a POH (veremos mais adiante que a adoção de títulos conversíveis ou híbridos traça um meio-termo para este ponto de vista).

Por fim, concluímos esta parte do artigo com o raciocínio de mitigação de riscos que será desenvolvido a seguir. Uma vez que todo esse contexto de problemas é perfeitamente manifesto em startups, eles podem ser evitados ou abrandados por meio de mecanismos jurídicos de proteção ao investidor (LA PORTA et al., 1998, p. 1152), visto que o ambiente legal é de extrema relevância para o desenvolvimento de um mercado de capitais, justamente pela capacidade que este possui em garantir direitos aos investidores (LA PORTA et al., 1997, p. 1149). Se regulados os custos de agência existentes entre os empreendedores e os investidores (LA PORTA, 2006, p. 28), resta que seja protegida a relação contratual, sendo que o principal instrumento utilizado para garantir a proteção de investidores é o contrato (SAHLMAN, 1990, p. 473).

4. Aspectos jurídicos dos mecanismos de controle

4.1. O contrato de investimento e diferentes tipos de investidores

Condensando o que foi tratado até o momento: primeiramente, demonstramos que startups são empresas que operam em condições de risco e incerteza; nesta perspectiva, alguns problemas clássicos são encontrados nos procedimentos de financiamento destas empresas: assimetria informacional, custos de agência e custos de transação. Desta forma, decisões sobre a estrutura de capital da startup são demasiadamente afetadas pela existência de tais questões.

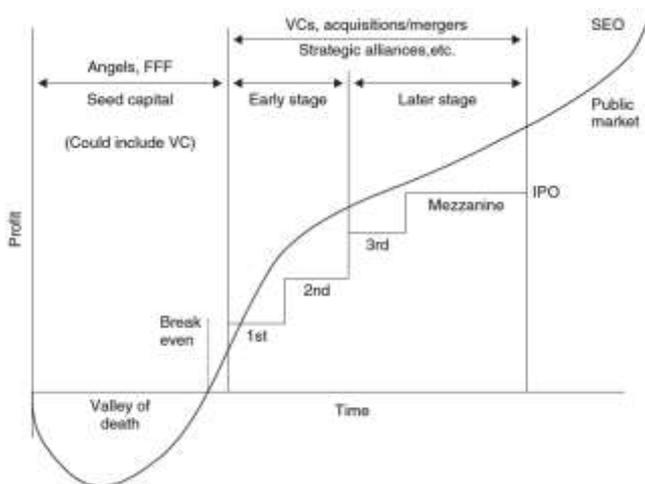
Diante de tal cenário, as duas pontas (empreendedor e investidor) estão em condições sensíveis em uma relação de investimento. Contudo, quem acaba lidando com boa parte dos problemas são os investidores, que se atentam à necessidade de selecionar e monitorar periodicamente as empresas nas quais aportarão capital (KORTUM; LERNER, 2003, p. 192). A quantidade e a qualidade das informações detidas pelos investidores acabam impactando o contrato de investimento a ser firmado (KAPLAN; STRÖMBERG, 2003, p. 78). Deste modo, os riscos normalmente identificados pelos investidores consistem em: a) incertezas externas – quando as informações são externas à firma, há menos assimetria informacional; b) incertezas internas, que causam vácuos informacionais entre os agentes; c) complexidades. De acordo com Kaplan e Strömberg (2003, p. 78), quanto maiores os riscos, mais controle acaba sendo atribuído ao investidor – logo, mais compensações contratuais se fazem necessárias.

O estudo de Sahlman (1990, p. 474) demonstra que os contratos encontrados na indústria de *venture capital* compartilham algumas características, principalmente: (i) comprometimento de capital escalonado ou periódico, preservando a possibilidade de o investidor abandonar o processo quando quiser; (ii) adoção de mecanismos de compensação diretamente relacionadas à criação de valor; e (iii) controle dos investidores no sentido de direcionarem a utilização do capital para fins pré-determinados, o que é feito pelo envolvimento ativo do investidor na companhia. Por conta disso, o autor conclui que investidores tendem a utilizar contratos que contenham mecanismos que mitiguem os problemas decorrentes dos custos de agência, custos de transação e assimetria informacional. Isto faz com que os investimentos em startups apresentem características recorrentes: (i) o uso de instrumentos conversíveis; (ii) a

sindicalização dos investimentos; e (iii) a infusão intervalada ou escalonada de capital (GOMPERS, 1995, p. 1461). A estes procedimentos a literatura dá o nome de *mecanismos de controle*. É importante ressaltar que estes mecanismos não são os únicos existentes em processos de investimento em startups, porém são os mais comuns.

É preciso frisar, ainda em caráter preliminar, que muito se estudou na literatura até então a respeito destes mecanismos sob duas óticas concomitantes: em trabalhos de cunho econômico e, principalmente, como aplicáveis ao contexto de fundos de investimento, notadamente *venture capital* e, ocasionalmente, *private equity*. No entanto, estas não são as únicas modalidades de investimento em startups, como mostrado por Cumming e Johan (2009, p. 7).

A imagem abaixo mostra que a modalidade de financiamento utilizada por startups (e o volume de capital aportado) varia de forma crescente, em relação ao tempo de vida e o lucro da empresa. Temos então a ideia geral de que o capital pode vir dos FFFs (*Family, Friends and Fools*) e investidores-anjo quando se tratam de empresas recentes; fundos de investimento acabam aparecendo geralmente após o *breakeven*; assim, a empresa vai escalonando seu *fundraising* até uma saída ou desinvestimento, que pode ser uma oferta pública de ações (IPO) ou qualquer outro evento de liquidez que dê aos sócios (tanto fundadores quanto investidores) o retorno financeiro esperado.



Fonte: Cumming e Johan, 2009, p. 7

Desta forma, evidências como as encontradas por Wong, Bhatia e Freeman (2009, p. 229) atestam que os investidores menores (como os investidores-anjo, objeto da pesquisa citada supra) também utilizam de mecanismos de controle, apesar de serem ligeiramente diferentes dos empregados por fundos mais complexos. Normalmente, investidores menores não recebem os mesmos direitos que os fundos; principalmente, conforme mostrado pelos autores, os investidores-anjo utilizam como mecanismos de controle o alinhamento dos interesses do empreendedor com os da firma e a proximidade geográfica, por exemplo. Por outro lado, é comum que também sindicalizem seus investimentos, como via de regra fazem os fundos.

Não obstante os mecanismos de controle serem diferentes a depender da natureza e porte do investidor, os problemas apresentados na Seção II deste artigo são decorrentes de características comuns às empresas investidas - startups (como a incerteza, tamanho, etc.). Assumimos, portanto, que todas – ou a maioria das – startups compartilham questões relacionadas aos custos de agência, assimetria informacional ou custos de transação diferenciados. Desta forma, os mecanismos de controle aqui estudados podem estar presentes não somente em contratos de investimento de fundos de *Venture Capital* ou *Private Equity*, como também em todos os demais instrumentos firmados com diferentes fontes de capital, como os investidores-anjo.

Para fins desta pesquisa, consideraremos os mecanismos presentes em contratos de investimento-anjo e de fundos de *venture capital* ou *private equity*, pois nestes três tipos há incidência de um processo mais complexo. Apresentaremos a seguir, diante disso, as implicações jurídicas contratuais dos problemas identificados na Seção II e comuns à grande parte das startups, ressaltando as peculiaridades de acordo com a natureza do investimento realizado.

4.2. Instrumentos conversíveis

Um dos principais mecanismos de controle presentes no investimento em startups é a utilização de títulos conversíveis. Como já demonstrado, a estrutura de capital da firma oscila entre percentuais de dívida (*debt*) ou participação (*equity*). Em uma realidade repleta de problemas de agência e custos de transação, pode haver dúvidas a respeito de como o investidor

formalizará seu investimento – se comprará uma participação societária ou emprestará capital ao empreendedor. Assim, os instrumentos conversíveis (como as notas conversíveis ou debêntures conversíveis) são contratos “híbridos”, ou seja, possuem característica de dívida e de participação societária (BRENNAN; SCHWARTZ, 1980, p. 907).

Na prática, em um instrumento conversível o investidor empresta uma quantia ao empreendedor; decorrido o prazo contratual, pode então: (i) resgatar o valor emprestado, com ou sem juros; ou (ii) converter aquele empréstimo em participação societária na empresa, em condições pré-estabelecidas (cálculo da participação, tipos de ações a serem emitidas, entre outras.). Neste caso, enquanto o negócio ainda é muito embrionário e ainda depende de muitos fatores para crescer e provar seu potencial, aquele investidor não é sócio e não corre os mesmos riscos que o empreendedor. A conversão se dará normalmente pela vontade do investidor ou condicionada ao cumprimento de metas.

As ações emitidas após as conversões normalmente contêm direitos de liquidação preferencial (Ações Preferenciais) com opção de conversão a qualquer momento em Ações Ordinárias, caso o possuidor assim entenda melhor. Esta característica é, por si só, considerada por alguns autores como um mecanismo de controle, pois garante ao investidor o recebimento do valor que lhe é devido em Eventos pré-determinados, como de liquidação, falência ou dissolução, antes dos demais acionistas (SAHLMAN, 1990, p. 504).

No cenário brasileiro, o título híbrido mais utilizado é o mútuo conversível – para as Sociedades Limitadas – ou debênture conversível – para as Sociedades por Ações. No segundo caso, há a previsão legal do documento; como não existe a possibilidade de emissão de debêntures por Sociedades Limitadas, o contrato utilizado é o de Mútuo. Algumas estipulações são bastante comuns: a especificação do tipo de ações emitidas em caso de conversão; a exigência de transformação em Sociedade por Ações imediatamente antes da conversão; a assinatura de um acordo de sócios com direitos mínimos aos investidores, assim que convertido.

Recentemente, foi criado no ordenamento jurídico brasileiro o contrato de participação *especificamente para investimento anjo*, quando realizados aportes em Empresas de Pequeno Porte ou Microempresas (LC 123/06). A lei nada previu quanto à sua convertibilidade, mas também não proibiu – o que leva a pensar que não há quaisquer impedimentos à

existência de um contrato de participação conversível. Assim, os instrumentos conversíveis permitem um ajuste da estrutura de capital da empresa, conforme o negócio evolui. Este é um ponto bastante relevante à assimetria informacional, pois no decorrer do tempo e no acompanhamento do negócio pelo investidor, novas informações podem vir à tona. Tais fatos podem ou não influenciar na possibilidade de conversão do contrato (CORNELLI; YOSHA, 2003, p. 26)

O uso de instrumentos conversíveis ocorre tanto em *venture capital* (GOMPERS, 1995, p. 1461; CUMMING; JOHAN, 2009, p. 28; CORNELLI; YOSHA, 2003, p. 27) quanto em investimento-anjo (SHANE, 2012, p. 6), ainda para este último não seja a forma preferencial de contratação, de acordo com Wong (2009, p. 225).

4.3. Participação ativa

Outro mecanismo de controle é a participação ativa dos investidores na empresa. Desta forma, reduz-se a assimetria informacional envolvida no negócio e o investidor é capaz de aconselhar o empreendedor a respeito da condução da empresa, garantindo que o dinheiro investido será bem aproveitado. Sahlman (1990, p. 508) destaca que a participação do investidor na operação da companhia também decorre da impossibilidade de previsão contratual de todas as contingências e conflitos supervenientes.

O modo como esta participação dos *venture capitalists* (no caso dos fundos de investimento) se dá é exemplificado de diversas formas na literatura. Cumming e Johan (2009, p. 265) afirmam que a participação destes compreende o aconselhamento estratégico, financeiro, de mercado e de recursos humanos. Sahlman (1990, p. 508), por sua vez, demonstra que a presença de um *venture capitalist* no dia-a-dia da firma é representada por sua ocupação de cadeiras em diretoria, ajudando no recrutamento e identificação de indivíduos-chaves, trabalhando com fornecedores e clientes, ajudando com táticas e estratégia e inclusive contribuindo com o levantamento de novos investimentos e planejamento de fusões e aquisições. Por fim, Sørensen (2007, p. 2725) são capazes de agregar valor às firmas de várias formas: a) no monitoramento e gestão da empresa; b) promovendo acesso a uma rede de contatos melhora a busca por fornecedores, clientes e administradores; e c) sua própria reputação. A este valor o autor dá o nome de *smart money*.

Para Paul, Whittam e Wyper (2007, p. 17), a presença de um *venture capitalist* ativamente na empresa é justamente a razão que faz com que a POH (v. Seção II, item d deste artigo) não seja aplicável às startups. Uma vez que há a participação efetiva de um investidor na empresa, a fim de proteger seu capital e maximizar os retornos possíveis, os investidores trazem suas habilidades, contratos, e influência no levantamento de novas rodadas de capital para as empresas em que investem. Desta forma, a estruturação de capital da firma pode ser afetada pelo valor agregado que traz este investidor.

Para o caso específico do investimento-anjo, Shane (2012, p. 6) afirma que boa parte dos investidores desta natureza não participa ativamente das firmas em que aportam capital; assim, assentos em diretorias são garantidos, na maioria das vezes, apenas quando o investimento é alto (SHANE, 2012, p. 28). Wong, Bhatia e Freeman (2009, p. 224) também chegaram a resultados semelhantes em sua pesquisa.

A maneira mais comum de observar esta participação é quando os investidores já possuem a condição de *sócios* da empresa e atuam formalmente na sua gestão. Especificamente, o Acordo de Sócios (tanto quotistas quanto acionistas) normalmente faz menção às atividades que cada sócio desenvolve. Além disso, o investidor pode exigir que certas cláusulas estejam presentes neste Acordo, ditando os rumos de alguns mecanismos societários internos à firma.

Considerando que os investimentos são por meio de instrumentos de *debt*, *equity* ou híbridos, como demonstrado anteriormente, em tese só faria sentido a participação ativa de um investidor caso este já fosse sócio (ou seja, já tenha convertido uma dívida híbrida ou entrado diretamente com *equity*), mas na prática observamos que este não é um pré-requisito. Esta pró-atividade pode ser feita exigindo-se em contrato que, após a conversão em participação, o investidor ocupe funções específicas na empresa, formalizando desta forma sua atuação. Assim, muitos contratos de investimento, inclusive os conversíveis, exigem a assinatura de um Acordo de Sócios com poderes mínimos (no caso de conversíveis, após a conversão), ou estabelecem obrigações dos fundadores para com os investidores, até mesmo antes de uma conversão. Nada impede, contudo, que esta influência externa não seja formalizada. O que se observa é que muitos investidores, para evitar que sejam confundidos com a condição de sócios, atuem perante a empresa sem qualquer poder de gestão, apenas com aconselhamentos.

Independente do método de formalização desta participação ativa, esta garante um monitoramento da startup, o que por sua vez contribui para a diminuição de assimetria informacional e até mesmo garantindo que o dinheiro investido seja bem aproveitado.

4.4. Investimento periódico

Diante da assimetria informacional existente, investidores muitas vezes optam por infundir o capital em estágios, ou seja, de forma periodizada. Este mecanismo foi previsto por Sahlman (1990, p. 506). Neste sentido, o autor afirma que o *venture capitalist* normalmente não aplica a totalidade do capital pretendido pela firma, preservando desta forma a possibilidade de abandonar a empreitada caso perceba, no meio do caminho, que será infrutífera. Assim, são alguns pontos importantes deste procedimento: a) o empreendedor e sua equipe são incentivados a cumprirem as metas para receberem o capital dos estágios seguintes; b) criam-se ferramentas para que o investidor garanta a participação efetiva de indivíduos-chave no negócio, como as cláusulas de não-competição; c) os empreendedores aceitam facilmente este comprometimento de forma periodizada pois confiam em sua capacidade de entregar resultados; e d) em sentido oposto à possibilidade de abandono prematuro do investidor, há também a possibilidade de mais capital ser investido em rodadas seguintes (SAHLMAN, 1990, p. 507).

Gompers (1995, p. 1468) demonstra que a infusão de capital em estágios ocorre por questões de monitoramento. A assimetria informacional aqui é basicamente relacionada à vontade que um empreendedor tem de prosseguir mesmo quando suas informações privilegiadas demonstram sinais de fracasso e quando há a possibilidade de o empreendedor enriquecer às custas do investidor. Assim, diante deste cenário, as preocupações do *venture capitalist* resultam em aportes parciais de capital, em estágios (GOMPERS, 1995, p. 1485).

Neste panorama, é comum que os investimentos sejam feitos em *rounds*. Segundo Davila, Foster e Gupta (2001, p. 7) consideram que os rounds não são simplesmente uma transferência de capital, e sim uma mudança considerável na estrutura de propriedade da empresa. Os rounds podem ser classificados em: os *early rounds of financing*, os quais acontecem em momentos mais iniciais da empresa; e os *later rounds*, num momento posterior (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2001, p. 8). Outro ponto importante é

que o *valuation* da empresa normalmente é alterado – normalmente para mais – conforme os *rounds* vão acontecendo (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2001, p. 7).

Sobre a utilização dos aportes periodizados por investidores-anjo, Wong, Bhatia e Freeman (2009, p. 255) afirmam que esta classe de investidores faz uso deste mecanismo, mas tende a abandonar os *rounds* subsequentes caso nestes já apareça a figura do *venture capitalist*. Além disso, como sua pesquisa demonstrou que estes investimentos são, em sua maioria, realizados em proximidade geográfica, diminui-se a necessidade de monitoramento por meio de infusões parciais de capital (WONG; BHATIA; FREEMAN, 2009, p. 228).

A periodização dos investimentos pode ou não ser prevista nos contratos. No primeiro caso, é possível inserir uma cláusula estabelecendo o pagamento parcelado dos aportes ou inclusive condicionar as parcelas subsequentes ao cumprimento de determinadas metas. Assim, muitas vezes trata-se de uma periodização feita dentro de um mesmo *round* de investimentos, pois o valor da empresa e as condições do investimento não são alteradas no interim de uma parte para a outra do aporte.

Por outro lado, também é possível tratar deste mecanismo fora do contrato – o que garante ainda mais a possibilidade para que o investidor abandone o empreendimento caso assim decida. Isto se opera através da intenção que um investidor pode possuir de participar de *rounds* seguintes, com *valuations* e condições diferentes, mas simplesmente optar por não investir.

4.5. Sindicalização de investimentos

Por sindicalização de investimentos entende-se sua realização em grupo. Normalmente, um *Venture Capital* lidera a rodada de negociações, mas outros podem optar por realizar os investimentos em conjunto (KAPLAN; STRÖMBERG, 2002, p. 3).

Cumming e Johan (2009, p. 289) demonstram que a ideia de um investimento em grupo de *Venture Capital* é relacionada com várias estratégias. Primeiramente, temos que esta prática é capaz de selecionar melhor as empresas que serão investidas; além disso, os fundos podem negociar em conjunto as condições de um possível evento de saída; por fim,

um investimento em grupo também pulveriza os riscos, compartilhando eventuais perdas.

É possível verificar que este é um mecanismo também utilizado por investidores-anjo. Shane (2012, p. 5) afirma que é comum encontrarmos grupos de anjos, que realizam aportes coletivamente. Contudo, em comparação com a média de fundos que compõem um grupo, os anjos atuam coletivamente em menor número (WONG; BHATIA; FREEMAN, 2009, p.227).

Os investimentos em conjunto podem ser informais – ou seja, negociados em conjunto, mas contratados individualmente (o que tiraria, em tese, o poder de barganha dos investidores sindicalizados) – ou formalmente, por meios contratuais coletivos. Um exemplo é a constituição de uma SCP (Sociedade em Conta de Participação, regulada nos Arts. 991 ao 996 do Código Civil brasileiro), um modelo societário em que há um sócio ostensivo (o administrador do investimento) e sócios participantes (os investidores). O aporte seria realizado pela SCP diretamente na startup. Neste artigo não seria conveniente tratar da SCP em detalhes, mas é um veículo cada vez mais utilizado para investimentos coletivos em empresas nascentes, pois as responsabilidades são limitadas à atuação do sócio ostensivo.

4.6. Direito: mais que um mecanismo de controle

O direito não é simplesmente um mecanismo de controle. Contudo, ele possui extrema importância na mitigação dos riscos dos investidores e para que a indústria da inovação se sustente. De certa forma, é possível dizer que o direito atua diretamente de duas formas na proteção de investimentos de risco: a) por meio de leis feitas com este objetivo; e b) na sua aplicação (*enforcement*) eficiente.

La Porta et al (2005, p. 1151) demonstram, assim, que investidores encontram diferentes condições e direitos variados a depender da jurisdição em que se encontram. A primeira fonte jurídica de proteção aos investidores, segundo os autores, é a lei. Somado à existência de leis protetivas, está seu *enforcement*; nessa lógica, os autores concluem que a capacidade que um Estado possui de fazer sua lei valer cresce de acordo com a renda do país. Além disso, temos ainda que a falta de proteção legal ocasiona o surgimento de mais – e diferentes – mecanismos de controle. La Porta et al (2005, p. 1152), desta forma, concluem que há uma evidente ligação entre a proteção

a investidores, o mercado de *debt* e *equity* e o desenvolvimento econômico do país.

Visão semelhante é encontrada na pesquisa de Cooter (2005, p. 375), que descreve a lei como instrumento capaz de unir a informação e o capital. Ao analisar as políticas de inovação e a situação econômica de um país, Cooter afirma que ao assegurar a propriedade, serem garantidos direitos contratuais e mantidas leis comerciais eficientes a inovação surge e as nações enriquecem (COOTER, 2005, p. 375). Também traça importantes considerações a respeito da presença de boas leis, mas aplicadas de forma pouco eficaz (COOTER, 2005, p. 287). O autor conclui, enfim, que uma das melhores formas de se atingir este objetivo é aproveitando práticas comerciais às leis. Assim, se as normas de mercado forem incorporadas pelos sistemas legais, os negócios se desenvolvem com custos de transação menores (COOTER, 2005, p. 393).

Deste modo, os mecanismos de controle se relacionam com o direito de duas formas: primeiro, são refletidos nos contratos, documentos tipicamente jurídicos; as práticas contratuais voltadas à mitigação de riscos são de fundamental importância para este objetivo. Segundo, pode-se dizer que o próprio direito (exposto através de leis elaboradas para este fim e sua aplicação eficiente) pode ser enxergado como importante ferramenta de proteção ao investidor.

5. Conclusão

Diante das premissas adotadas na introdução deste artigo, demonstramos que empresas startups atuam em condições de incerteza decorrente de várias características que lhe são particulares, como sua inexperiência e o oferecimento de um produto ou serviço inovador. Contudo, possuem alto potencial de crescimento e, conseqüentemente, de sucesso – o que acaba por atrair muitos investidores dispostos a correr um risco maior em troca de um retorno considerável no futuro.

Assim, é possível concluir primeiramente que diante das características destas empresas, são encontradas algumas questões que preocupam investidores. As mais comuns são a assimetria informacional, as relações (e custos) de agência e os custos de transação. Tais problemas influenciam consideravelmente a chamada estrutura de capital da empresa, que é a estratégia utilizada pela firma na obtenção de capital externo. A

principal questão aqui é se a startup levantará recursos por meio de dívidas (*debt*) ou venda de participação societária (*equity*). Justificamos então a necessidade que os investidores (sejam anjos, sejam fundos de *venture capital*) possuem em amenizar os riscos decorrentes destes investimentos. O instrumento utilizado para tanto é o contrato – desta forma, surgem muitos típicos de investimentos em startups que objetivam a mitigação destes riscos.

Diante do exposto, temos que os mecanismos de controle (como são chamados tais elementos) são muito relevantes para que a indústria de investimento em empresas inovadoras se sustente, pois garantem maior segurança a estes mercados. Demonstrou-se, então, que os mecanismos de controle se operam de diversas formas: instrumentos conversíveis, participação ativa na firma, investimento periódico e sindicalização. Cada um destes mecanismos possui suas características que protegem o investidor em diferentes níveis – todos relacionados à diminuição dos custos e dos problemas causados pela incerteza e assimetria informacional, como descrito. Os mecanismos de controle podem, desta forma, serem expressos juridicamente, em cláusulas ou formatos contratuais. Políticas públicas de proteção a investidores, como leis e o *enforcement* de contratos, são importantes neste sentido.

De forma concisa, portanto, chega-se às seguintes conclusões sobre o tema: a) startups são investimentos de risco, mas que os investidores se interessam dado seu alto potencial de retorno; b) startups possuem características que se desdobram em problemas que preocupam investidores; c) contudo, tais problemas são mitigados por mecanismos de controle, implantados nos investimentos realizados por meio de instrumentos contratuais; d) questões jurídicas são relevantes e o direito nos fornece instrumentos para a efetivação dos resultados pretendidos na mitigação dos riscos.

6. Referências

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, Ago. 1970.

AREND, Marcelo; CARIO, Silvio A. F.; ENDERLE, Rogério A. Instituições, inovações e desenvolvimento econômico. **PESQUISA & DEBATE**, São Paulo, v. 23, n. 1 (41), p. 110-133, jan./mar. 2012.

BHIDE, Amar. Bootstrap finance: The art of start-ups. **Harvard Business Review**, Cambridge, v. 70, p. 109-117, nov./dez. 1992.

BRENNAN, Michael J.; SCHWARZ, Eduardo S. Analyzing Convertible Bonds. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, vol. 15, n. 4, p. 907-929, nov. 1980.

CASSAR, Gavin. The Financing of Business Start-ups. **Journal of Business Venturing**, [s.l.], vol. 19, n. 2, p. 261-283, mar. 2004.

COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937.

COOTER, Robert. Innovation, Information and The Poverty of Nations. **Florida State University Law Review**, Tallahassee, v. 33, n. 2, p. 373-394, inv. 2005.

CORNELLI, Francesca; YOSHA, Oved. Stage Financing and the Role of Convertible Securities. **The Review of Economic Studies**, Oxford, vol. 70, n. 1, p. 1-32, jan. 2003.

CHRISTENSEN, Clayton; BOWER, Joseph L. Disruptive Technologies: Catching the Wave. **Harvard Business Review**, Cambridge, v. 73, n. 1, p. 43-53, jan./fev. 1995.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Burlington: Elsevier, 2009.

DAVILA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. The Impact of Rounds of Venture Capital Funding on the Growth Strategy of Startups. **Stanford University & Washington University** (Working Paper), 2001.

FLUCK, Zsuzsanna. Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 11, n. 2, p. 383-418, abr. 1998.

FREEAR, John; WETZEL JUNIOR, William E. Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs? **Journal of Business Venturing**, Nova Iorque, v. 5, n. 2, p. 77-89, mar. 1990.

GILSON, Ronald J. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, dez. 1984.

GOMPERS, Paul A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 50, n. 5, p. 1461-1489, dez. 1995.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], vol. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Evidence on the Venture Capitalist Investment Process: Contracting, Screening, and Monitoring. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. **Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms**. Oxford: Oxford University Press, 2003. p. 73-82.

KORTUM, Samuel. LERNER, Josh. Venture Capital and Innovation: Clues to a Puzzle. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. **Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms**. Oxford: Oxford University Press, 2003. p. 188-226.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 52, n. 3, p. 1131-1150, jul. 1997.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 61, n. 1, p. 1-32, fev. 2006.

McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. Venture Capital Financing of Innovative Firms: An Introduction. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. **Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Technology Firms**. Oxford: Oxford University Press, 2003. p. 1-28.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2011.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

MYERS, Stewart C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 34, n. 3, jul. 1984.

MYERS, Stewart C. MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, jun. 1984.

NOOTEBOOM, Bart. Firm Size Effects on Transaction Costs. **Small Business Economics**, s.l.], v. 5, n. 4, p. 283-295, dez. 1993.

PAULY, Mark V. Overinsurance and Public Provision of Insurance: The Roles of Moral Hazard and Adverse Selection. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 88, n. 1, p. 44-61, fev. 1974.

PAUL, Stuart; WHITTAM, Geoff; WYPER, Janette. The Pecking Order Hypothesis: Does it Apply to Start-up Firms? **Journal of Small Business and Enterprise Development**, Bingley, v. 14, n. 1, p. 8-21. 2007.

RIES, Eric. **A startup enxuta**. São Paulo: Leya, 2012.

SAHLMAN, William A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 473-521, out. 1990.

SCHUMPETER, Joseph A. **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**. New York, Toronto, London: McGraw-Hill Book Company, 1939.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucro, capital, crédito, juros e o Ciclo Econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SHANE, Scott. The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures. **Quarterly Journal of Finance**, Edmond, v. 2, n. 2, p. 1-42, Jun. 2012.

SØRENSEN, M. How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 62, no. 6, p. 2725-2762, dez. 2007.

TITMAN, Sheridan. WESSELS, Roberto. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 43, n. 1, p. 1-19, mar. 1988.

WALD, John K. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. **The Journal of Financial Research**, Nova Iorque, v. 22, n. 2, p.161-187, ver. 1999.

WINBORG, Joakim; LANDSTRÖM, Hans. Financial Bootstrapping in Small Businesses: Examining Small Business Managers' Resource Acquisition Behaviors. **Journal of Business Venturing**, Nova Iorque, v. 16, n. 3, p. 235-257, mai. 2000.

WILLIAMSON, Oliver E. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 87, n. 3, p. 548-577, Nov. 1981.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. Angel Finance: The Other Venture Capital. **Strategic Change**, Nova Iorque, v. 18, n. 7-8, p. 221-230, nov. 2009.