

## **A inovação como fator de convergência normativa: análise do caso dos fundos de investimentos com participação estatal**

Carolina Mota Mourão, Fernando Menezes de Almeida

### **11.1 Apresentação**

O presente estudo tem por objetivo analisar sucintamente o tratamento normativo dos fundos de investimento, como instrumentos de fomento à inovação tecnológica, tratamento esse dado pela legislação especificamente voltada à ciência e tecnologia que vem sendo editada no Brasil nos últimos (aproximadamente) 15 anos.

No entanto, antes que se chegue ao objeto específico “fundos de investimento”, importa de início esclarecer o sentido peculiar de que a matéria se reveste ao ser inserida no contexto da referida legislação sobre ciência, tecnologia e – destaque-se – inovação.

Isso porque os fundos de investimento, enquanto objeto de política legislativa, não constituem novidade. Com efeito, existe no Brasil tratamento normativo já bastante consolidado sobre a matéria, desde o plano formalmente legislativo, até e especialmente o plano infralegal, mediante normas expedidas pelas autoridades responsáveis pela regulação dos valores mobiliários.

A relativa novidade é o despertar de atenção para o papel que os fundos de investimento podem exercer como instrumentos para estimular ações de ciência e tecnologia, voltadas à inovação, seja em um ambiente de livre iniciativa econômica, seja em um ambiente de parcerias público-privadas.

## 11.2 Tratamento da ciência e tecnologia no direito constitucional brasileiro

O acolhimento da ciência e tecnologia como objeto de política legislativa no Brasil já é algo razoavelmente consolidado.

Desde que o país passou a adotar constituições que preveem aspectos de ordem econômica e social – ou seja, desde 1934 –, alguma menção à ciência já se faz visível, ainda que de modo diluído no tema da “educação”, este recebendo tratamento mais detalhado.

Nesse sentido, as Constituição de 1934 (art. 148), 1937 (art. 128) e 1946 (art. 173 e 174) cuidaram da ciência em uma lógica de afirmar a liberdade individual de se a produzir, valendo ressaltar que a Constituição de 1934 já afirmava o dever de União, estados e municípios de “favorecer e animar” o “desenvolvimento das ciências.”

Essa noção de fomento estatal à ciência, nas Constituições de 1937 e 1946 (nos artigos acima citados) já ganhou um contorno mais específico, com a previsão de que as pessoas estatais devessem “favorecer ou fundar instituições” científicas (1937) ou de que a lei devesse promover “a criação de institutos de pesquisas” (1946).

Aliás, esse foi o momento em que, pioneiramente, o Estado de São Paulo – que já criara sua primeira universidade pública, nos moldes internacionais de uma universidade de pesquisa, em 1934: a Universidade de São Paulo – incorporou em sua Constituição Estadual, de 1947, a previsão da criação de sua Fundação de Amparo à Pesquisa, a FAPESP, a qual efetivamente recebeu autorização legislativa de criação em 1960 e foi instituída por decreto em 1962.

A seu turno, a Constituição de 1967 (art. 171), em seu texto original e com a Emenda de 1969 (art. 179), seguiu na linha de afirmar a liberdade de iniciativa em matéria de ciência e (sem maiores detalhamentos) o dever de incentivo estatal à pesquisa científica e tecnológica.

É a Constituição de 1988 que pela primeira vez dá à ciência e à tecnologia o destaque de um capítulo próprio, que corresponde aos artigos 218, 219, 219-A e 219-B, com respectivos parágrafos.

O texto original da Constituição de 1988 era mais sucinto. A ele, diversos desses dispositivos foram recentemente acrescentados pela Emenda n. 85, de 2015.

Tais acréscimos são, nas palavras de Arbix e Babinski, fruto de “uma iniciativa positiva, suprapartidária, que amadureceu ao longo de quatro anos de debate intenso entre representantes do mundo acadêmico, empresarial e de governo”.<sup>1</sup>

---

1 Arbix e Babinski (2016).

De rigor, o que se acrescentou ao texto constitucional não carecia, juridicamente, de previsão constitucional para ocorrer, quer porque já decorresse de legislação infraconstitucional, quer porque pudesse ser acrescido à legislação existente, sem encontrar óbice constitucional.

No entanto, admita-se, a inclusão de certos comandos na Constituição possui naturalmente uma dimensão política que não é irrelevante, de certo modo estimulando o legislador infraconstitucional a que também avance no mesmo sentido; ou mesmo criando maior margem de certeza jurídica quanto à viabilidade jurídica de que certas medidas sejam tomadas pelos entes estatais, no plano legislativo e sobretudo no plano de execução de políticas públicas.

Um caso evidente de facilitação política da ação administrativa diz respeito a diversas menções, inseridas na Constituição, sobre a viabilidade de ações estatais em parceria com a iniciativa privada (disciplinando contratualmente a ação conjunta, mesmo com transferência ou compartilhamento de recursos) ou fomentando ações puramente privadas.

A menção constitucional dessas possibilidades por certo facilita o enfrentamento de uma tendência conhecida da prática da administração pública brasileira, refratária à aproximação com o setor privado, bem como receosa da reprovação, por parte de órgãos de controle, quanto a eventuais ações fomentadoras que impliquem aportes de benefícios patrimonialmente valoráveis do Estado à iniciativa privada.

Em suma, pode-se considerar a iniciativa consubstanciada na Emenda à Constituição n. 85 como verdadeira ação de “fomento legislativo”, estimulando e facilitando ações normativas e executivas dos poderes constituídos.

Outro aspecto a ser destacado da recente alteração do texto constitucional brasileiro é a previsão, no novo art. 219-B, § 2º, de que “os Estados, o Distrito Federal e os Municípios legislarão concorrentemente sobre suas peculiaridades” – entenda-se, em matéria de ciência e tecnologia.

Essa inserção levou a mais uma alteração, para fins de sistematização do texto constitucional, no art. 24, que cuida das competências legislativas concorrentes da União, Estados e Distrito Federal (valendo lembrar que o art. 24 não menciona Municípios, o que, de todo modo, é feito pelo citado art. 219-B). De fato, o inciso IX desse art. 24, passou a mencionar também “ciência, tecnologia, pesquisa, desenvolvimento e inovação”.

A discussão do impacto federativo das recentes tendências de alteração do direito positivo brasileiro – constitucional e infraconstitucional – mereceria considerações mais aprofundadas. Entretanto, dado o objetivo deste estudo, faz-se por ora tão somente este registro.

De todo modo, um aspecto da política legislativa sobre ciência e tecnologia, em tempos recentes, que merece ser destacado, de modo a conduzir esta análise ao

caso dos fundos de investimento, é o fato de a “inovação” vir progressivamente adquirindo o sentido de um fator de convergência normativa.

### **11.3 A inovação como fator de convergência normativa**

Com efeito, é uma tendência verificada no Brasil (e, por certo, não somente no Brasil), no pensamento produzido na academia e no setor produtivo privado, em matéria de ciência e tecnologia, valorizar-se a noção de inovação tecnológica.

“Inovação” não é noção que venha substituir a de “ciência e tecnologia”; e muito menos que a esta se oponha. Pelo contrário, aquela é uma consequência desta.

A valorização da inovação implica uma opção política de enfatizar-se este possível desdobramento de ações de desenvolvimento científico e tecnológico, a partir da compreensão da relevância da inovação para o desenvolvimento econômico e social da civilização. Não é à toa que novas teorias econômicas já apontavam nesse sentido.

Esse movimento político tem reflexos simbólicos evidentes: desde a integração da palavra “inovação” à denominação de órgãos públicos ou de divisões empresariais privadas, até a inclusão da noção de inovação em textos legais constitucionais e infraconstitucionais.

Até o início do século XXI, a legislação brasileira sobre ciência e tecnologia não contava com um tratamento sistemático mais evidente.

Para além das previsões constitucionais já apontadas no tópico anterior deste estudo, a legislação infraconstitucional cuidava esparsamente da criação de órgãos ou entidades públicas voltados à produção de ciência e tecnologia (universidades, institutos de pesquisa ou empresas), ou ao seu fomento (por exemplo, CNPq, CAPES ou as diversas Fundações de Amparo à Pesquisa (FAP) estaduais; ou então, ainda de modo esparsa, tratava de medidas de fomento por instrumentos fiscais ou aduaneiros.

A primeira lei federal, com perfil sistematizador mais amplo, sobre ciência e tecnologia no Brasil, foi a Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004, acompanhada de iniciativas similares no âmbito de outras entidades federativas. Essa lei veio a ser conhecida justamente por “Lei de Inovação Tecnológica”, ou, de modo mais sucinto, “Lei de Inovação”. E não por acaso, eis que desde sua ementa a “inovação” aparece como conceito chave.

Enfim, em termos de uma tendência de política legislativa contemporânea, a noção de inovação é um fator que faz convergir diversas dimensões de iniciativas legislativas: “diversas dimensões” tanto pelo viés federativo como pelo viés de matérias do mundo real a merecerem disciplina pelo direito.

Assim, cogitando-se do fenômeno político da *intervenção legislativa* (estatal), regrando juridicamente o que antes não recebia atenção específica do direito, é de se questionar qual o significado de “legislar sobre inovação”. Sobre isso, algumas premissas merecem ser fixadas:

a) inovação é um conceito nascido da realidade social e posteriormente assimilado pelo direito; ou seja, não se trata de uma abstração concebida pela técnica jurídica, mas antes de um dado da realidade social que o direito optou por acolher como elemento merecedor de disciplina normativa. Legislar sobre inovação, nesse sentido, não deixa de ser legislar sobre ciência e tecnologia, agregando a este conceito mais tradicional tão somente um significado mais específico;

b) as ações de inovação no mundo real (“mundo do ser”, por oposição à abstração que corresponde ao “mundo do dever ser” jurídico) implicam necessariamente um complexo de iniciativas que trazem consigo outros conceitos, os quais, ao mesmo tempo, são tomados pelo direito como critério de intervenção normativa. Explicando melhor: legislar sobre inovação é, simultaneamente, legislar sobre administração pública, sobre propriedade intelectual, sobre tributação, sobre exportação e importação, sobre bens públicos, sobre contratos, sobre servidores públicos, sobre fomento etc.

Portanto, ao legislar sobre inovação, o Estado não pode desconsiderar uma visão sistêmica que envolva as competências para legislar sobre todos esses outros assuntos, bem como as consequências da interação de uma legislação “sobre inovação” com outros subsistemas legislativos. Enfim, com essa perspectiva, que vale para outros temas versados pela Lei de Inovação, é que se pretende aprofundar o caso dos fundos de investimento.

## **11.4 A disciplina jurídica dos fundos de investimentos voltados à inovação no Brasil**

### **11.4.1 Lei Federal de Inovação**

A Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004, mais conhecida como Lei de Inovação, tem por objetivo incentivar as parcerias público-privadas relativas à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, de forma a promover o desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional do país. A Lei de Inovação foi recentemente alterada pela Lei n. 13.243, de 11 janeiro de 2016 (atualmente tratada como “Novo Marco Legal da Ciência, Tecnologia e Inovação” ou como “a nova Lei de Inovação”), no âmbito de um amplo debate

sobre a importância de incentivos à pesquisa científica e tecnológica para aumentar a competitividade do País diante do cenário mundial.<sup>2</sup>

Em linhas gerais, a Lei n. 10.973/2004 estabeleceu mecanismos de estímulo à construção de “ambientes especializados e cooperativos de inovação”, os quais têm por objetivo apoiar a constituição de parcerias entre instituições públicas<sup>3</sup> de pesquisa e sociedades privadas, para o desenvolvimento de projetos e atividades de pesquisa e desenvolvimento, voltados à geração de produtos, processos e serviços inovadores, inclusive de abrangência internacional (art. 3º).

Na prática, a Lei n. 10.973/2004 consolidou dispositivos já existentes na legislação nacional vigente que estabelece parâmetros para a atuação das entidades da administração pública, mas a eles incorporou novos mecanismos voltados a incentivar a pesquisa científica e tecnológica e a inovação, buscando, sobretudo, superar entraves jurídicos ao estabelecimento de parcerias entre a administração pública e o setor produtivo.

Com a edição da Lei n. 13.243/2016, algumas disposições da Lei de Inovação foram significativamente alteradas, conforme se observa nos capítulos referentes à participação das entidades da administração pública e do setor privado dedicadas à pesquisa científica e tecnológica ou ao desenvolvimento de novos produtos, serviços ou processos (definidas na Lei como ICT – Instituição Científica, Tecnológica e de Inovação<sup>4</sup>) e ao inventor independente.

No capítulo dedicado ao estímulo à inovação nas empresas – que, em conjunto com o capítulo sobre fundos de investimento, trata da matéria objeto deste artigo –, a Lei de Inovação estabeleceu formalmente que ao Estado, no âmbito das suas políticas industrial e tecnológica, compete promover e incentivar a pesquisa, o desenvolvimento e a inovação em entidades de natureza privada por meio da concessão de recursos financeiros, humanos, materiais ou de infraestrutura (art. 19, *caput*).<sup>5</sup>

---

2 As referências à Lei n. 10.973/2004 neste artigo referem-se ao texto da lei com as alterações ou acréscimos decorrentes da edição da Lei n. 13.242/2016.

3 Sobre a importância da articulação entre órgãos públicos, ver Countinho e Mouallen (2015).

4 Anteriormente às alterações introduzidas pela Lei 13.243, eram consideradas ICTs somente órgãos ou entidades da administração pública cuja missão fosse, dentre outras, executar atividades de pesquisa científica ou tecnológica.

5 Art. 19, §: “a União, os Estados, o Distrito Federal, os Municípios, as ICT e suas agências de fomento promoverão e incentivarão a pesquisa e o desenvolvimento de produtos e processos inovadores em empresas brasileiras e em entidades brasileiras de direito privado sem fins lucrativos, mediante a concessão de recursos financeiros, humanos, materiais ou de infraestrutura a serem ajustados em instrumentos específicos e destinados a

Desse modo, é inegável que a Lei de Inovação representa um esforço efetivo no sentido de estabelecer um ambiente mais propício à pesquisa e ao desenvolvimento científico e tecnológico no país, mediante a cooperação público-privada, buscando aproximar o Brasil dos países considerados líderes mundiais da inovação, nos quais as empresas são consideradas elemento fundamental no processo de inovação.

Com as alterações decorrentes da Lei n. 13.243/2016, a tarefa de promover e incentivar a pesquisa e o desenvolvimento de produtos e processos inovadores em entidades privadas nacionais, antes atribuída à União, às ICTs e às agências de fomento, passou a ser também expressamente atribuída aos Estados, Distrito Federal, Municípios e suas agências de fomento. Por sua vez, os recursos de que trata o art. 19, *caput*, passaram a se destinar a entidades privadas *brasileiras*, em substituição a entidades privadas *nacionais*. Finalmente, a forma a ser observada para a concessão de recursos financeiros, humanos, materiais ou de infraestrutura foi aparentemente ampliada, uma vez que a expressão *convênios ou contratos específicos*, adotada na versão da Lei de 2004, foi substituída por *instrumentos específicos*.<sup>6</sup>

Embora possa parecer, em uma primeira análise, que essas alterações têm o sentido de adequação técnica, é importante notar, no tocante à atribuição de competência aos Estados, Distrito Federal, Municípios e suas agências de fomento, que estes entes já poderiam do ponto de vista jurídico promover e incentivar a pesquisa e o desenvolvimento de produtos e processos inovadores em empresas ainda que não houvesse a inclusão expressa dessa tarefa no texto da lei. Desse modo, a inclusão parece ter mais o sentido de promover uma mobilização e um compromisso nacional com a pesquisa, o desenvolvimento e a inovação, do que se tratar de uma autorização para o incentivo e fomento a essas atividades.

Quanto à forma de estabelecimento da parceria, a utilização da expressão *convênios ou contratos* já comportaria outras formas de ajuste entre as partes. Isso porque, nos termos da lei geral sobre contratações administrativas (Lei n.

---

apoiar atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação, para atender às prioridades das políticas industrial e tecnológica nacional”.

- 6 Na versão da Lei de Inovação de 2004, o art. 19, § , apresentava o seguinte teor: “a União, as ICT e as agências de fomento promoverão e incentivarão a pesquisa e o desenvolvimento de produtos e processos inovadores em empresas nacionais e nas entidades nacionais de direito privado sem fins lucrativos voltadas para atividades de pesquisa, mediante a concessão de recursos financeiros, humanos, materiais ou de infraestrutura a serem ajustados em convênios ou contratos específicos, destinados a apoiar atividades de pesquisa e desenvolvimento, para atender às prioridades das políticas industrial e tecnológica nacional”.

8.666/1993, art. 2º, parágrafo único), qualquer que seja a denominação do instrumento, considera-se contrato todo e qualquer ajuste entre entidades públicas e particulares, no qual exista um acordo de vontades voltado ao estabelecimento de vínculo e de obrigações recíprocas. Portanto, a inclusão da expressão *instrumentos específicos* corresponde a uma alteração de utilidade prática no sentido de esclarecer dúvidas em torno da interpretação da norma, o que, conforme de fato se observa, pode causar impasses na tramitação, no âmbito dos órgãos públicos e de seus controladores (causados pela provável discussão sobre o *nomem juris* dos acordos), de processos voltados a essas parcerias entre o Estado e entidades privadas, sempre vistas com desconfiança.<sup>7</sup>

Para promover o estímulo à inovação nas empresas pelo Estado, a Lei de Inovação, a partir das alterações introduzidas pela Lei n. 13.243/2016, também estabeleceu, em seu art. 19, § 2º-A, um conjunto de instrumentos específicos, entre os quais se encontram os fundos de investimentos e os fundos de participação.<sup>8</sup>

Interessante notar que esse dispositivo, introduzido por força da Lei n. 13.243, ao cuidar dos instrumentos de estímulo à inovação nas empresas, em seus 12 incisos, reuniu diferentes instrumentos já existentes de forma esparsa na legislação (como, por exemplo, a subvenção econômica, o financiamento e a concessão de bolsas).<sup>9</sup> Desse modo, a norma aqui também parece ter o sentido de organização: não se trata de permitir que o Estado faça algo que antes não estava autorizado, mas condicionar a ação administrativa e a ela conferir uma certa unidade.<sup>10</sup>

Especificamente em relação aos fundos de investimentos, a Lei de Inovação, desde 2004, já autorizava a instituição de fundos mútuos de investimentos em empresas cuja atividade principal fosse a inovação,<sup>11</sup> na forma da Lei 6.385/1976, que regula o mercado de valores mobiliários no país.

---

7 Sobre essa relação de desconfiança, ver Sundfeld (2014).

8 Art. 19, § 2º-A: “São instrumentos de estímulo à inovação nas empresas, quando aplicáveis, entre outros: I – subvenção econômica; II – financiamento; III – participação societária; IV – bônus tecnológico; V – encomenda tecnológica; VI – incentivos fiscais; VII – concessão de bolsas; VIII – uso do poder de compra do Estado; IX – fundos de investimentos; X – fundos de participação; XI – títulos financeiros, incentivados ou não; XII – previsão de investimento em pesquisa e desenvolvimento em contratos de concessão de serviços públicos ou em regulações setoriais”.

9 O rol de instrumentos do art. 19, § 2º-A não é taxativo, razão pela qual a ele poderão ser incorporados novos instrumentos, na forma da legislação pertinente.

10 Sobre a finalidade da norma no sentido de condicionar a ação administrativa, ver Sundfeld (2014).

11 Lei de Inovação: “Art. 23: Fica autorizada a instituição de fundos mútuos de investimento em empresas cuja atividade principal seja a inovação, caracterizados pela comunhão de



Desse modo, a Lei representa efetivamente um marco de abertura ao *venture capital*,<sup>12</sup> isto é, ao capital de risco no campo da inovação. A definição de capital de risco pode incluir várias categorias de investimento que, em maior ou menor grau, sempre envolvem risco, geralmente porque destinam-se a empresas nascentes, nas quais o negócio é ainda embrionário, ou a empresas de pequeno ou médio porte, que ainda requerem investimento para a expansão de suas atividades. Nessa modalidade de investimento – *venture capital* – o fundo de investimento não aporta apenas capital ao negócio, mas também a sua *expertise*.

Ampliando ainda mais as possibilidades de financiamento a médio e longo prazos para promover a pesquisa, o desenvolvimento e a inovação no setor privado, a Lei de Inovação estabeleceu, também por força da edição da Lei n. 13.243/2016, que as iniciativas do Estado poderão ser estendidas a ações visando à “utilização do mercado de capitais e de crédito em ações de inovação” (art. 19, § 6º, VI).

O mercado de crédito corresponde a um sistema de financiamento no qual o acesso ao capital pelas empresas requer necessariamente a participação de uma instituição financeira cuja atividade seja a concessão de empréstimos e financiamentos: por excelência os bancos, sejam eles públicos ou privados. No mercado de crédito, cujo protagonismo na forma de acesso ao capital se observou em países como Alemanha, Japão e países do sudeste asiático,<sup>13</sup> os empréstimos e financiamentos são via de regra concedidos pelos bancos que assumem os riscos da

---

recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma da Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976, destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão dessas empresas. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários editará normas complementares sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos, no prazo de 90 (noventa) dias da data de publicação desta Lei”.

- 12 Sobre os fundos de *venture capital*, o Diretor Científico da FAPESP, Carlos Henrique de Brito Cruz, entende que: “*Venture Capital* é um dos principais motores da inovação nos EUA. No Brasil ainda há poucos fundos que invistam realmente em empreendimentos de risco e com base em inovação tecnológica. Uma limitação importante no país, além do reduzido volume de recursos para apoio a risco tecnológico, é que os fundos existentes têm poucas pessoas com experiência na direção de empresas *startup* tecnológicas. Programas governamentais como o programa de subvenção da FINEP e o PIPE da FAPESP buscam suprir recursos para fases iniciais de empreendimentos inovadores (*seed money*), mas permanece um *gap* difícil de ser vencido na fase de se levar ao mercado o produto ou processo desenvolvido. Não obstante, algumas pequenas empresas apoiadas pela FINEP e/ou pela FAPESP conseguiram trajetórias de crescimento notáveis, atingindo faturamento de dezenas de milhões anuais e em alguns casos centenas de milhões” (CRUZ, 2014).
- 13 Lopes, Antunes e Cardoso (2007).

inadimplência do tomador de recursos, em operações de curto ou médio prazos, razão pela qual os custos pelo capital podem ser bastante elevados. Em dados contextos, essa forma de acesso ao capital com intermediação de instituição financeira pode ser especialmente vantajosa, como por exemplo, no caso de criação de linhas de financiamentos de bancos públicos. Porém, no mercado de crédito a decisão da concessão do crédito fica restrita às instituições financeiras e suas respectivas políticas de crédito, as quais estão diretamente vinculadas a conjunturas políticas e econômicas que conferem maior ou menor espaço para empréstimos e financiamentos, razão pela qual esse mercado nem sempre é capaz atender às necessidades dos agentes econômicos.

Por sua vez, o mercado de capitais, por meio de suas instituições e instrumentos, corresponde a uma forma de acesso ao capital privado de terceiros para o financiamento de projetos das empresas, isto é, de “capitalização das empresas”, na qual a transferência dos recursos dos investidores ocorre diretamente aos tomadores desses recursos – as empresas – por meio de instrumentos variados como ações, debêntures, fundos de investimentos, entre outros. Nesse modelo de acesso ao capital, tradicionalmente adotado nos EUA e Inglaterra,<sup>14</sup> as operações costumam ser de médio e longo prazos e as instituições financeiras, tais como bancos de investimentos, corretoras e distribuidoras, são prestadoras de serviço: assumem a função de assessorar as empresas na estruturação das operações para captação de recursos junto aos investidores no mercado de capitais. Sendo assim, esse mercado desempenha papel fundamental para o funcionamento e para a competitividade das empresas e, conseqüentemente, para desenvolvimento da economia do país como um todo.

Nesse sentido, a Lei de Inovação não apenas introduziu de forma específica os fundos de investimentos e os fundos de participação como instrumentos de estímulo à inovação nas empresas e incentivou o *venture capital*, mas também passou a reconhecer a importância do papel do mercado de capitais para o desenvolvimento da política industrial e tecnológica brasileira.

Mesmo representando uma conquista importante para um país no qual as empresas historicamente financiavam seus projetos e atividades por meio de capital próprio ou financiamento (ou seja, via mercado de crédito, em especial financiamento público), ainda há um longo caminho a ser percorrido para que, a partir dos dispositivos da lei, as potencialidades dos instrumentos do mercado de capitais sejam efetivamente exploradas em prol das empresas brasileiras voltadas à pesquisa, desenvolvimento e inovação.

---

14 Lopes, Antunes e Cardoso (2007).

### 11.4.2 Lei Paulista de Inovação

Em 2008, foi editada no Estado de São Paulo a Lei Complementar n. 1.049, também denominada Lei Paulista de Inovação. Assim como a Lei Federal, a Lei Paulista de Inovação disciplinou mecanismos de incentivo à inovação científica e tecnológica aplicáveis às instituições da administração pública estadual e às parcerias por elas celebradas, relacionadas ao processo de inovação, visando a aumentar a competitividade no âmbito do Estado e dessa forma possibilitar sua inserção no cenário internacional.

De modo geral, a Lei Paulista de Inovação tratou o tema observando as competências constitucionais dos entes da Federação. Conforme mencionado anteriormente, “inovação tecnológica” não era (anteriormente à Lei n. 13.243/2016) critério material de repartição constitucional de competências dos entes da Federação brasileira. E, ainda atualmente, dentro do universo da inovação cabem diversos temas, cada qual eventualmente objeto de previsão específica sobre repartição de competências.

No âmbito de sua competência para legislar e, ainda, com fundamento no art. 268 da Constituição estadual,<sup>15</sup> o Estado de São Paulo estabeleceu regras específicas referentes à participação do Estado em empresas ou fundos de investimentos voltados à inovação tecnológica.

Especificamente em relação às parcerias com entidades privadas, a Lei estabeleceu nos art. 21, 22 e 25 de forma expressa as hipóteses em que o Estado está autorizado a participar de empresas de inovação tecnológica.

Além das autorizações conferidas para as parcerias acima referidas, no art. 23 da Lei Paulista de Inovação encontra-se autorização para que o Estado participe, na qualidade de cotista, de fundos mútuos de investimento destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas cuja atividade principal seja a inovação tecnológica, desde que disponha do registro junto à CVM e observada a legislação aplicável à matéria. Como se sabe, o fundo de investimento não corresponde a uma organização empresarial, sendo constituído sob a forma de condomínio.

---

15 “Art. 268 – O Estado promoverá e incentivará o desenvolvimento científico, a pesquisa e a capacitação tecnológica. §1º - A pesquisa científica receberá tratamento prioritário do Estado, diretamente ou por meio de seus agentes financiadores de fomento, tendo em vista o bem público e o progresso da ciência. §2º - A pesquisa tecnológica voltar-se-á preponderantemente para a solução dos problemas sociais e ambientais e para o desenvolvimento do sistema produtivo, procurando harmonizá-lo com os direitos fundamentais e sociais dos cidadãos.”

O Decreto estadual n. 54.690/2009, que regulamentou determinados dispositivos da Lei Complementar n. 1.049/2009 (Lei Paulista de Inovação), estabeleceu, por sua vez, que a participação do Estado de São Paulo em empresas de inovação tecnológica e em fundos de investimentos de que tratam os art. 21 a 23 da Lei Paulista de Inovação deve ser minoritária em relação ao total do investimento e seguir critérios estabelecidos conjuntamente pelas Secretarias de Desenvolvimento e da Fazenda (art. 9º).<sup>16</sup>

Ainda que seja incipiente a experiência de estabelecimento de parcerias entre o Estado e o setor privado para o desenvolvimento da pesquisa científica e tecnológica e da inovação, mediante a participação de entidades da administração pública do Estado de São Paulo em organizações privadas, notadamente em fundos de investimentos voltados à inovação,<sup>17</sup> as hipóteses contidas na Lei Paulista de Inovação podem ser consideradas uma importante iniciativa do Estado de São Paulo em relação ao exercício das suas competências legislativas previstas na Constituição Federal.

#### 11.4.3 Legislação de fundos de investimentos em empresas inovadoras

Considerando a autorização contida no art. 23 da Lei de Inovação, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou, em 2005, a Instrução n. 415 que regulamentou especificamente a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes inovadoras. Tais fundos, no entendimento da CVM, deveriam ser constituídos como espécie dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, os quais eram então disciplinados pela Instrução CVM n. 209/1994 e contavam com uma série de restrições, em especial quanto à sua política de investimento.

Posteriormente, a CVM editou a Instrução n. 460/2007 para dispor sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e também sobre os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva

---

16 Importante notar que o art. 9º do Decreto estadual n. 54.690/2009 deixou de mencionar a hipótese prevista no art. 25 da Lei Paulista de Inovação, que autoriza o Estado a participar do capital social de sociedade ou a associar-se a pessoa jurídica caracterizada como parque tecnológico, como incubadora de empresas de base tecnológica e arranjos produtivos pertencentes ao Sistema Paulista de Parques Tecnológicos e a Rede Paulista de Incubadoras de Empresas de Base Tecnológica.

17 Em 2013, a Desenvolve SP – Agência de Desenvolvimento Paulista, em parceria com a FAPESP, a FINEP, o Sebrae-SP e a Corporación Andina de Fomento (CAF) lançou o Fundo de Inovação Paulista com o objetivo de investir em pequenas e médias empresas e *startups* de base tecnológica.

em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Tais fundos deviam seguir o disposto na Instrução CVM n. 391/2003, que então tratava dos FIPs, tendo como característica principal a previsão de participação do FIP no processo decisório da sociedade investida, com influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

No entanto, em agosto de 2016, a CVM consolidou as normas que tratam sobre a matéria em um único instrumento normativo, a Instrução CVM n. 578/2016, que revogou diversas instruções (incluindo as quatro normas mencionadas), tendo sido publicada após um período de audiência pública para discussão com o mercado. A Instrução CVM n. 578/2016 mantém o requisito de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida e inova ao classificar os FIPs em cinco categorias específicas, quais sejam: FIP – Capital Semente; FIP – Empresas Emergentes (no lugar dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes); FIP-IE; FIP-PD&I; FIP – Multiestratégia. O investimento em empresas inovadoras pode ser realizado por meio de qualquer um dos FIPs.

Os dois primeiros apresentam restrições quanto ao tamanho das sociedades em que os fundos podem investir, mediante a imposição de limites de receita bruta anual (até R\$ 16 milhões no caso de FIP – Capital Semente e até R\$ 300 milhões no caso de FIP – Empresas Emergentes). Os FIPs classificados como FIP-IE e FIP-PD&I devem: (i) manter no mínimo 90% de seu patrimônio líquido investido em valores mobiliários ou outros títulos de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, que desenvolvam novos projetos<sup>18</sup> de infraestrutura (FIP-IE) ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional (FIP-PD&I), nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação ou outras áreas consideradas prioritárias pelo Poder Executivo Federal; e (ii) ter, no mínimo, cinco cotistas, sendo que cada um deles não pode deter mais de 40% das cotas emitidas pelo fundo tampouco receber rendimentos superiores a 40% do total de rendimentos distribuídos pelo fundo. Tais fundos podem conferir benefícios fiscais para seus cotistas uma vez atendidos os requisitos previstos na Lei n. 12.431/2011 e na Instrução CVM n. 578/2016, em especial os aqui referidos. Os benefícios tributários do FIP-IE e do FIP-PD&I, bem como os requisitos para a manutenção de tais benefícios, devem estar destacados no regulamento e no material

---

18 Consideram-se “novos projetos” aqueles implementados (i) após 22 de janeiro de 2007; (ii) a partir da vigência da Lei n. 12.431/2011, por sociedades específicas criadas para tal fim, de acordo com as regras do Ministério da Ciência e Tecnologia; e (iii) mediante a expansão de projetos já existentes.

de divulgação do fundo. Por fim, o FIP – Multiestratégia é aquele que não se enquadra nas demais categorias ao permitir investimento em diferentes espécies e tamanhos de sociedades investidas.

## **11.5 Implementação de fundos de investimentos com participação estatal voltados à inovação no Brasil**

Dado o panorama normativo e institucional analisado nos itens anteriores, e considerando ser natural, em face de novidades (normativas e práticas), surgirem dificuldades para a sua implementação, como conclusão deste artigo, em suma, sustenta-se a opinião de que essas dificuldades podem bem ser superadas com atenção, ao mesmo tempo: (i) para certos pontos estratégicos da realidade prática dos fundos de investimento (especialmente no contexto da inovação) e (ii) para as peculiaridades do sistema jurídico a reger a matéria.

De quatro ordens são as etapas fundamentais para que se institua um fundo de investimento, voltado a fomentar a inovação, com participação estatal: a) autorização para a participação do Estado; b) seleção de parceiros e de propostas de capitalização; c) definição de responsabilidades; e d) governança.

Apresentem-se, sucintamente, considerações sobre esses quatro elementos.

### **11.5.1 Autorização para a participação do Estado**

Não resta dúvida, no plano normativo, de que o Estado possa participar dos fundos de investimento em questão. Porém, essa forma de atuação estatal, já utilizada na esfera federal desde 2001 pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), em seu Programa Inovar, a qual também vem sendo discutida e adotada por outros entes da federação (como é o caso do estado de São Paulo que em 2013 instituiu o Fundo Inovação Paulista),<sup>19</sup> ainda apresenta um grau considerável de

---

19 Conforme mencionado anteriormente, em 2013, a Desenvolve SP – Agência de Desenvolvimento Paulista, em parceria com a FAPESP, a FINEP, o Sebrae-SP e a Corporación Andina de Fomento (CAF) lançou o Fundo de Inovação Paulista com o objetivo de investir em pequenas e médias empresas e startups de base tecnológica. Esse fundo tem por empresas “alvo” as empresas inovadoras no setor de tecnologia da informação e comunicação, tecnologias agropecuárias, novos materiais, nanotecnologias e tecnologias em saúde localizadas no Estado de São Paulo. Nos termos do regulamento, os recursos aportados pela FAPESP devem ser necessariamente destinados a empresas que já tenham sido apoiadas pela Fundação no âmbito do Programa Pesquisa Inovativa em Pequenas Empresas (PIPE) (<http://www.desenvolvesp.com.br/participacoes/fundo>).

incertezas, o que traz insegurança jurídica para os gestores públicos tanto no exercício de suas funções como no seu controle pelos órgãos competentes. Essas incertezas dificultam o avanço desse modelo no país – o apoio governamental ao *venture capital* voltado a empreendimentos inovadores –, com consequências negativas tanto para a política de inovação como para a consolidação do *venture capital*.

Com relação à participação do Estado como cotista em fundo de investimento voltado a empresas inovadoras, atenção especial deve-se dar à respectiva autorização, ainda mais por tratar-se de autorização para o Estado participar em um empreendimento de risco. O mercado tem maior flexibilidade para incorporar o risco na medida em que suas operações financeiras são acompanhadas por uma estrutura de gestão de riscos bastante complexa com o objetivo de buscar retorno financeiro. Essa não é a realidade do Estado, que deve atuar de forma a atender os objetivos de uma política de inovação, observados os limites da autorização legal concedida.<sup>20</sup>

### 11.5.2 Seleção de parceiros e de propostas de capitalização

Outra etapa fundamental é a capitalização de fundos coordenada por empresa que possua autorização da CVM para prestar serviços de administração de carteira de valores mobiliários. Nessa etapa, a existência de procedimentos determinados e claros no âmbito de chamadas públicas para apresentação de propostas de capitalização desses fundos (como publicação dos editais com termos e condições do fundo) é fundamental para garantir a ampla divulgação e a igualdade de condições aos concorrentes, mas deve ser suficientemente capaz de selecionar a melhor empresa administradora e proposta de capitalização do fundo que se pretende constituir.

Vencida a etapa da proposta de capitalização, o foco deve ser a discussão dos termos do regulamento do fundo de investimentos. O regulamento é o principal

---

20 Como já mencionado neste artigo, a Lei Paulista de Inovação (art. 23) já antecipou uma autorização geral para o “Estado, suas autarquias, fundações e as empresas por ele controladas, direta ou indiretamente”, participarem, “na qualidade de cotistas, de fundos mútuos de investimento com registro na CVM, destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas cuja atividade principal seja a inovação tecnológica, conforme regulamentação e nos termos da legislação federal vigente”. Trata-se de uma autorização que produz efeitos diretamente a casos concretos. Já a Lei Federal de Inovação (art. 23), refere-se a ficar “autorizada a instituição de fundos mútuos de investimento em empresas cuja atividade principal seja a inovação”.



documento que rege as obrigações e responsabilidades das partes envolvidas (cotistas, administrador, gestor, dentre outros) respeitando-se o disposto na proposta vencedora, bem como nas regras da CVM. Nele deverão ser obrigatoriamente definidas, no mínimo, todas as matérias exigidas pela CVM. O desafio aqui consiste em harmonizar essas regras com as peculiaridades das regras aplicáveis aos órgãos estatais.

Entre as principais matérias a serem reguladas, destacam-se a remuneração do administrador ou critério para sua fixação, o prazo de duração do fundo, a política de investimento, as competências da assembleia geral de cotistas, o processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento, a indicação de possíveis conflitos de interesses, a existência de conselho consultivo, comitê de investimentos ou outro comitê e sua composição de forma de funcionamento, a metodologia para avaliação dos ativos do fundo e as regras para divulgação de informações.

Da perspectiva do órgão estatal cotista, o momento de elaboração do regulamento é fundamental para que seja introduzida cláusula que reflita as condições de sua participação (por exemplo, quais devem ser as atividades das empresas investidas, a previsão de participação do órgão estatal no comitê de investimentos, as chamadas de capital para aporte de recursos no fundo) e que garanta seu poder no processo decisório (como, por exemplo, participação no comitê de investimentos, definição das matérias a serem decididas pela assembleia de cotistas ou forma de deliberação de certas matérias).

As condições de participação do órgão estatal constantes do regulamento, assim como as demais obrigações e responsabilidades de todos os cotistas, serão necessariamente avaliadas pela CVM no momento do registro do fundo de investimento junto a esse órgão regulador.

### 11.5.3 Definição de responsabilidades

O limite da responsabilidade do órgão estatal na qualidade de cotista de fundo de investimento pode ser considerado um dos principais gargalos jurídicos ao apoio governamental ao *venture capital* e ao *private equity* voltados a empreendimentos inovadores.

No que se refere à responsabilidade de cada investidor em fundo de investimento de forma geral, incluindo os FIPs, a Instrução CVM n. 555/2014 resume a matéria de forma clara e direta, estabelecendo que os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento do fundo



ou na própria instrução normativa (art. 15, Instrução CVM n. 555).<sup>21</sup> Em outras palavras, na hipótese de ocorrência de patrimônio líquido negativo, o cotista é responsável por efetuar aportes adicionais de recursos de forma a compensar as perdas do fundo.

A responsabilidade em relação ao patrimônio líquido negativo é confirmada pelo próprio cotista: uma das condições para ingressar em um fundo de investimento é a assinatura de um termo de adesão e ciência de risco por parte do cotista em que este declara que tomou ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo e reconhece sua responsabilidade por aportes adicionais de recursos se for verificada tal ocorrência (art. 25, Instrução CVM n. 555).

Por outro lado, o administrador e o gestor (se houver um gestor) respondem por prejuízos causados em decorrência da inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nas normas da CVM.

#### 11.5.4 Governança

A cogitação da hipótese do patrimônio negativo leva a considerações não apenas pelo ângulo da responsabilidade, mas também pelo da governança, especialmente no tocante à gestão de riscos.

Uma alternativa para tentar mitigar o risco do patrimônio negativo seria prever, na política de investimento do fundo, que o administrador e o gestor não poderão, em hipótese alguma, celebrar operações conhecidas como “alavancagem”, que possam acarretar em perda para o fundo de forma a tornar o patrimônio negativo.<sup>22</sup> Havendo patrimônio negativo, o cotista poderia responsabilizar o administrador e/ou o gestor, sob a alegação de que os prejuízos são decorrentes da inobservância da política de investimentos aprovada para o fundo.

No entanto, os fundos de investimentos são parte em contratos e assumem obrigações que, por vezes, podem afetar adversamente seu patrimônio, ainda que o administrador e o gestor tenham agido em estrita conformidade com o disposto

---

21 A Instrução CVM n. 555/2014 trata da constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimentos em geral e, apesar de não tratar especificamente de FIPs, que são regidos pela Instrução CVM n. 578/2016, as disposições da Instrução CVM n. 555/2014 são aplicáveis a todo e qualquer fundo de investimento registrado na CVM, em razão do disposto no seu art. 1º.

22 Vale notar que a Instrução CVM n. 578/2016 prevê em seu artigo 9º, parágrafo 2º, que é vedado ao FIP contratar operações com derivativos (mitigando, assim, o risco de “alavancagem” do fundo), exceto nas hipóteses ali previstas, como operações com derivativos realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial.

na política de investimento do fundo. O FIP, em especial, atua como sócio de empresas e, portanto, pode vir a ser demandado em ações contra as empresas investidas, tendo de arcar com pagamentos devidos por tais empresas a terceiros, o que afeta de forma adversa o seu patrimônio líquido.

Desse modo, ainda que não seja possível estabelecer uma blindagem completa dos cotistas, é importante a previsão no regulamento de mecanismos de boa governança que garantam a proteção jurídica aos cotistas diante de um cenário de perdas financeiras, tais como o estabelecimento de critérios para a composição da carteira de investimentos, a definição de regras relativas à administração do fundo, a submissão de estudos e avaliações de investimento/desinvestimento em empresas ao comitê de investimentos e a previsão de competência da assembleia geral de cotistas para deliberação sobre o procedimento para determinação do valor de contabilização dos ativos da carteira do fundo.

Ainda no campo da discussão dos riscos envolvidos nos fundos de investimentos e dos mecanismos de proteção contra perdas patrimoniais, a escolha da metodologia de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo corresponde a um importante mecanismo de controle por parte dos cotistas na medida em que tem por finalidade garantir a correta avaliação dos ativos do fundo, impedindo, por exemplo, eventual sobrevalorização desses ativos. Não se trata de uma questão de natureza propriamente jurídica, mas envolve a adoção de procedimentos que observem as melhores práticas do mercado – o que significa dizer que os valores dos ativos devem refletir os preços de mercado, garantindo-se a consistência na precificação desses ativos.<sup>23</sup>

Aliás, a previsão de mecanismos que garantam a boa governança e a adoção das melhores práticas pelo fundo de investimentos correspondem a elemento importante para o controle pelos órgãos estatais competentes. Esses mecanismos representam a contrapartida necessária à aceitação do risco do empreendimento. Desse modo, conferem credibilidade ao fundo de investimento.<sup>24</sup>

---

23 Muitas empresas beneficiárias dos investimentos, por apresentarem capital fechado, não possuem cotação disponível no mercado, o que torna mais difícil a tarefa de precificação dos ativos, razão pela qual a metodologia deve refletir os melhores esforços por parte dos gestores, considerando as boas práticas do mercado nesses casos. Ademais, sendo a avaliação realizada pelo próprio gestor, como medida de segurança é recomendável buscar alternativas para remunerar o gestor sem atrelar ao valor dos ativos por ele definidos.

24 Tema que merece uma consideração especial – o qual, todavia, foge ao escopo deste artigo – é o do controle (no sentido de controle a ser exercido sobre a ação da administração pública) aplicado aos fundos em questão. Dadas as peculiaridades do objeto e da forma da parceria público-privada consistente nos fundos de investimento voltados à inovação, é necessária especial sensibilidade para dar-se mais ênfase ao controle de

Enfim, ao lado da atenção para os quatro aspectos acima indicados, evidenciados pela experiência prática, cabe, ainda em sede de conclusão, uma referência ao tratamento dado ao tema no plano normativo.

Isso para afirmar que – sem prejuízo de aprimoramentos, sempre cabíveis e desejáveis, bem como da regulamentação ainda necessária de pontos trazidos pela Lei n. 13.243/2016 – o ordenamento jurídico brasileiro dá um tratamento suficiente para a “inovação tecnológica” e, mais especificamente, para a participação estatal em fundos de investimento como vetor de estímulo à inovação.

Todavia, a chave do sucesso para a aplicação desse subsistema normativo – que tem esse peculiar objeto – consiste na percepção de que “inovação” é um dado da realidade social, relevante para o direito, e que funciona como fator de convergência normativa.

A implementação de um fundo de investimento, voltado para inovação, exige não apenas a compreensão do regime traçado pela Lei de Inovação, mas também de diversas outras normas legais e infralegais convergentes. Apenas para mencionar as mais evidentes: normas provenientes da CVM, normas sobre administração pública (em matéria de finanças públicas, de parcerias com entidades privadas, de responsabilidade de agentes públicos, de controle patrimonial) e, sendo o caso, normas, sobre parte desses temas, provenientes de estados e municípios.

Partindo da interpretação de que a Lei de Inovação incorpora o *venture capital* e o *private equity*, por meio de fundos de investimentos voltados à inovação, como instrumento de incentivo à pesquisa científica e tecnológica, o desafio consiste em implementar esses fundos de investimentos considerando as diferentes dimensões normativas nas quais estão inseridos, isto é, a partir das interações entre as normas que disciplinam a ciência, tecnologia e inovação e as normas que regulam o mercado de capitais no país.

De uma perspectiva mais ampla, trata-se de analisar, no âmbito de uma política de inovação e também de uma política de fortalecimento do mercado de capitais do país, em que medida esses instrumentos de captação de recursos são efetivamente capazes de viabilizar empresas emergentes com base tecnológica e simultaneamente atender a indústria dos fundos de investimentos (compreendidos as empresas, os investidores e os prestadores de serviços nela envolvidos).

Ademais, as esferas de ação estatal devem estar articuladas com o setor privado, notadamente com os agentes atuantes na indústria dos fundos de investimentos, dentro de um processo contínuo de acompanhamento das empresas emergentes inovadoras e de aprimoramento das regras que disciplinam os fundos

---

resultados (considerando ainda que os resultados, no caso, nem sempre são economicamente mensuráveis de modo imediato), sem descuidar dos procedimentos (sempre instrumentalmente necessários para a garantia da legalidade).

de investimentos a elas direcionados, buscando compatibilizar as necessidades das empresas às necessidades dos administradores, gestores e investidores.

Por fim, a atividade desempenhada pelo órgão responsável pela regulação dos valores mobiliários (a CVM) e a formulação das políticas pelos diversos órgãos estatais responsáveis pela promoção da inovação devem estar articuladas de modo a compor um arranjo jurídico-institucional coerente e estável, que permita alcançarem-se os efeitos de um tratamento normativo sistemático dos fundos de investimentos voltados à inovação, com garantia de segurança à atuação dos entes públicos e privados ao utilizarem esse instrumento de estímulo a empresas inovadoras.

## Referências

- ARBIX, G.; BABINSKI, D. *Ciência e tecnologia: avanços, lacunas e desafios*. 2016. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/ciencia-tecnologia-mudancas-2016/>>. Acesso em: 4 set. 2017.
- CRUZ, C. H. B. C&T no Brasil e nos EUA: estado atual e oportunidades para co-operação em pesquisa. *Política Externa*, v. 23, n. 1, p. 116, jul./ago./set. 2014.
- COUTINHO, D. R.; MOUALLEM, P. S. B. Gargalos jurídico-institucionais à inovação no Brasil. In: COUTINHO, D.; ROCHA, J. P.; SCHAPIRO, M. (Coord.). *Direito econômico atual*. São Paulo: Método, 2015. p. 85-119.
- LOPES, C.; ANTUNES, L.; CARDOSO, M. Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPAR. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 27, p. 43-70, jun. 2007.
- SUNDFELD, C. A. *Direito administrativo para céticos*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.