XXIX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI BALNEÁRIO CAMBORIU - SC

DIREITO EMPRESARIAL

GIOVANI DA SILVA CORRALO

FABIANO PIRES CASTAGNA

ROBERTO EPIFANIO TOMAZ

Copyright © 2022 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU – São Paulo
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR – Ceará

Representante Discente: Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade – UNIMAR/FEPODI – São Paulo

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara – ESDHC – Minas Gerais
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho – Ceará
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS – Sergipe
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR – São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes – UNB – Distrito Federal
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM – São Paulo
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo
Comunicação:
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali – Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB – Paraíba
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC – Santa Catarina
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM – Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Prof. Dr. José Barroso Filho – ENAJUM
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
Eventos:
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec – Minas Gerais
Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC – Paraná
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS – Mato Grosso do Sul

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UMICAP – Pernambuco

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Fabiano Pires Castagna; Giovani da Silva Corralo; Roberto Epifanio Tomaz.

– Florianópolis: CONPEDI, 2022.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-643-7
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Constitucionalismo, Desenvolvimento, Sustentabilidade e Smart Cities

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito empresarial. XXIX Congresso Nacional do CONPEDI Balneário Camboriu - SC (3: 2022: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

XXIX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI BALNEÁRIO CAMBORIU - SC

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

O XXIX ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI sob tema "Constitucionalismo, Desenvolvimento, Sustentabilidade e Smart Cities", promoveu uma nova edição dentro das inovações criadas pela diretoria, com a divisão dos já tradicionais Anais do Evento em vários livros distintos, cada um para um Grupo de Trabalho.

No Grupo de Trabalho encontram-se as pesquisas desenvolvidas em vários Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento e formação do estado da arte na área do Direito Empresarial.

Valorosas contribuições teóricas e relevantes inserções na realidade brasileira emanam da reflexão trazida pelos professores, mestres, doutores e acadêmicos de todo o Brasil. Os artigos demonstram que as relações empresariais sofrem um agravamento substancial e muito em razão do avanço das nas tecnologias e seus impactos nas relações do trabalho, bem como com as políticas adotadas para incentivo do empreendedorismo inovador aliado a forma de socialização do capital e ainda a necessidade de aprofundamento das questões relativas as inovações tecnológicas, aspectos que foram apresentados e discutidos no Grupo de Trabalho.

As pesquisas foram apresentadas em blocos e estão elencados a seguir: os principais fundamentos da recuperação judicial e a jurisprudência do superior tribunal de justiça, a reabilitação do falido em razão da extinção de suas obrigações: análise na perspectiva histórico-legislativa e as alterações promovidas pela lei n.º 14.112/20, axiomas da lei de recuperação judicial e falências: entre a preservação da empresa e a tutela do credito, fundos de venture capital e investimento em startups no Brasil, compliance e os programas de integridade no Brasil: aspectos conceituais – no Bloco 1; o contrato de vesting nas biostartups: riscos, desafios e ponderações, o direito do agronegócio transnacional e os códigos de conduta corporativos: a premência de uma heurística empresarial sistêmica a partir dos princípios de Ruggie, ESG e OCDE no agro brasileiro, um breve estudo sobre a cédula de produto rural, a publicização ao do direito privado e a liberdade empresarial: uma análise das condenações com base na LGPD – no Bloco 2; a extraconcursalidade do adiantamento sobre contrato de câmbio: uma discussão necessária – no último Bloco.

À Coordenação do GT de Direito Empresarial foi seguramente um momento ímpar, organizando a apresentação dos trabalhos, acreditamos que tem valor científico positivo, ao leitor ou leitora, para colocar à prova as várias teses defendidas durante as apresentações.

Divulgar a produção científica colaborativa socializa o conhecimento e oferece à sociedade nacional e internacional o estado da arte do pensamento jurídico contemporâneo aferido nos vários centros de excelência que contribuíram no desenvolvimento pessoal e profissional dos autores e autoras que se apresentaram no Grupo de Trabalho.

Por fim, nossos agradecimentos ao CONPEDI pela honra a que fomos laureados ao coordenar o GT e agora pela redação do Prefácio que possui a marca indelével do esmero, da dedicação e o enfrentamento a todas as dificuldades que demandam uma publicação de qualidade como a presente.

Balneário Camboriú, dezembro de 2022.

Organizadores:

Prof. Dr. Roberto Epifanio Tomaz

Prof. Dr. Fabiano Pires Castagna

Prof. Dr. Giovani da Silva Corralo

FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E INVESTIMENTO EM STARTUPS NO BRASIL

VENTURE CAPITAL FUNDS AND INVESTMENT IN STARTUPS IN BRAZIL

Eduardo Oliveira Agustinho
João Paulo Atilio Godri
Gregório Portugal de Oliveira Furquim

Resumo

As startups se enquadram no espectro das sociedades empresárias de alto risco para investimentos. Por isso, os recursos financeiros recebidos por essas organizações normalmente não são oriundos de instituições financeiras tradicionais. O tipo de atividade e seus riscos não propiciam aos grandes bancos comerciais as condições necessárias para viabilizar o acesso aos mecanismos clássicos de financiamento, cabendo a investidores qualificados, por intermédio de diversos modelos de investimentos, fornecer tais recursos, de acordo com estágio de desenvolvimento em que a startup se encontra. Dentre tais investidores qualificados encontram-se os fundos de venture capital, usualmente denominados "smart money". Por meio do presente artigo, buscou-se descrever o conceito jurídico de startup e o regime existente para o investimento por parte de fundos de venture capital nessas organizações, analisando-se, a partir do método dedutivo, possíveis elementos dessa relação contratual que possam interferir no desenvolvimento desse importante meio de investimento existente para o ambiente do empreendedorismo inovador no Brasil, bem como se as inovações trazidas pelo Marco Legal das Startups têm o condão de gerar o aprimoramento desse ambiente institucional. Conclui-se que o venture capital desempenha um papel fundamental no ciclo da inovação, sendo o instrumento que possibilita a startup se aprimorar quando começa a comercializar sua inovação. No Brasil, o cenário de investimento por meio de venture capital vem se consolidando e o Marco Legal sancionado traz inovações que tendem a melhorar o ambiente de negócios para startups no país.

Palavras-chave: Venture capital, Startups, Ecossistema de inovação, Marco legal das startups, Desenvolvimento

Abstract/Resumen/Résumé

Startups fall into the spectrum of high-risk investment companies. Therefore, the financial resources received by these organizations usually do not come from traditional financial institutions. The type of activity and its risks do not provide large commercial banks with the necessary conditions to enable access to classic financing mechanisms, and it is up to qualified investors, through various investment models, to provide such resources, according to the stage of development in that the startup is in. Among such qualified investors are venture capital funds, usually called "smart money". Through this article, we sought to describe the legal concept of startup and the existing regime for investment by venture capital

funds in these organizations, analyzing, from the deductive method, possible elements of this contractual relationship that may interfere in the development of this important means of existing investment for the environment of innovative entrepreneurship in Brazil, as well as whether the innovations brought to light by the Marco Legal das Startups have the power to generate the improvement of this institutional environment. It is concluded that venture capital plays a fundamental role in the innovation cycle, being the instrument that allows the startup to improve when it starts to commercialize its innovation. In Brazil, the investment scenario through venture capital is overheated and the sanctioned Legal Framework brings innovations that tend to improve the business environment for startups in the country.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Venture capital, Startups, Innovation ecosystem, Legal framework for startups, Development

1. INTRODUÇÃO

O cenário econômico global, inflamado pelas intensas e constantes transformações geradas pela Quarta Revolução Industrial, provoca a busca cada vez maior dos países por desenvolvimento e geração de tecnologia, tornando protagonista o papel exercido pelas *startups* – empresas de base tecnológica e inovadora – na economia mundial.

Nessa perspectiva, o Brasil publicou, em 2021, o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (Lei Complementar n.º 182/2021), que sedimentou no arcabouço institucional formal do país, uma definição jurídica para *startup,* bem como delineou um conjunto de instrumentos voltados ao fortalecimento das condições de florescimento e desenvolvimento dessas organizações exponenciais no mercado nacional.

A necessidade da formação de um ambiente institucional formal específico para as startups, estabelecendo-se quase um microssistema próprio, baseia-se na percepção, senão constatação, de que os institutos jurídicos existentes para o desenvolvimento da atividade empresarial não seriam suficientes para atender a essa nova realidade, diante de especificidades inerentes a essas organizações, cujo surgimento se fez mais preponderante na economia digital.

Dentre os diversos pontos que determinam o tratamento jurídico próprio, encontra-se dentre os mais relevantes a necessidade de criação de um verdadeiro mercado para *startups.*

Nota-se que até a sua consolidação no mercado, as *startups* têm que enfrentar desafios enormes. De início, deparam-se com a dificuldade do seu próprio estabelecimento como modelo de negócio viável. Superado esse primeiro teste de sobrevivência, seguem-se sucessivas rodadas de reposicionamento no mercado para o seu desenvolvimento, fato que, por muitas vezes, acaba por inviabilizar o empreendimento. Usualmente, o caminho a percorrer para que uma *startup* de torne rentável é necessariamente precedido de um longo período, por vezes anos, de prejuízos. Resta claro, portanto, que, para a criação e desenvolvimento dessas empresas de base tecnológica, faz-se necessária a existência de um ambiente institucional favorável para o fomento e para o investimento. A formação desse ambiente, contudo, não é uma tarefa simples e que se constitui facilmente, ao acaso, sem a adoção de políticas públicas.

Dentro desse panorama, o presente artigo procura, inicialmente, descrever o conceito jurídico de *startup* vigente no Brasil e analisar a sua adequação ao seu propósito macro, qual seja, de identificar as organizações exponenciais que estariam abarcadas pelo Marco Legal das Startups e do empreendedorismo inovador, legitimando assim, o acesso aos seus benefícios legais. Essa análise é realizada, sobretudo, por meio do estudo comparado ao conceito adotado por outros países de realidade socioeconômica e de raiz legislativa próximas à do Brasil.

Em um segundo momento, procura-se compreender a importância do *venture capital* para a formação de um mercado para *startups*. Para tanto, foram utilizados dados empíricos acerca dos valores aportados em *startups* ao longo dos últimos anos no Brasil, a fim de verificar qual a real situação institucional do país para o investimento em *startups* por meio do *venture capital*.

Por fim, foi realizada também uma análise do novo Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, a fim de avaliar o potencial de efetividade das medidas de investimento postas como meio de fomento às *startups*, propiciando a essas organizações as condições necessárias para que esses agentes econômicos possam desenvolver o papel proposto, de integração ao ambiente de inovação e de desenvolvimento tecnológico do país.

A pesquisa permite a compreensão de que, não obstante o potencial do desenvolvimento por meio do florescimento de startups com novos produtos e serviços dependa de diversos outros fatores que estão além do Marco Legal, o instituto é um avanço na criação do ambiente favorável e no fortalecimento da cultura, do empreendedorismo inovador.

2. CONCEITO JURÍDICO DE STARTUP E O SEU CICLO DE INVESTIMENTOS NO ECOSSISTEMA DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR

No que diz respeito a conceituação jurídica das *startups,* frisa-se a importância de sua existência, uma vez que tal conceituação definirá quais empresas se enquadrarão como *startups* e, consequentemente, poderão se beneficiar das vantagens propiciadas pelas políticas públicas voltadas à categoria.

Além disso, para Francisco Amaral, juristas e filósofos devem sempre estar a repensar conceitos e fundamentos, em virtude de a complexidade inerente a estes tornar árdua a fixação de conceitos permanentes e claros (AMARAL, 2018). Nota-se, do entendimento do jurista, que é de extrema relevância que os conceitos jurídicos estejam em consonância com o mundo em que estão inseridos.

Em regra, as *startups* têm dificuldades de atingir o sucesso, passando por longos períodos de prejuízos e aportes de recursos próprios de seus fundadores. Sendo assim, o papel das políticas públicas, capazes de criar um ecossistema favorável ao desenvolvimento dessas empresas, é de suma importância.

Nessa esteira, o Brasil sancionou o Marco Legal das Startups, definindo o que será entendido como *startup* no país. Com isso, as *startups* passam a ser definidas como quaisquer empresários individuais, empresas individuais de responsabilidade limitada, sociedades empresárias, sociedades cooperativas e sociedades simples, cuja atuação caracterize-se pela

inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados (BRASIL. Lei Complementar 182, 2021).

Além disso, o Marco Legal estabelece alguns outros requisitos para que uma empresa seja considerada *startup*, sendo eles: possuir uma receita bruta de até R$ 16 milhões no ano anterior, e em casos de empresas com menos de um ano, a receita deve ser de até R$ 1,3 milhão multiplicado pelo número de meses de atividade no ano anterior; ter no máximo dez anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ); e, utilizar modelos de negócios inovadores para gerar produtos ou serviços, ou pertencer ao sistema especial Inova Simples, que visa estimular *startups* (BRASIL. Lei Complementar 182, 2021).

Em que pese essa definição trazida à baila pelo Marco Legal, é importante destacar que o conceito de *startup* varia de país para país. Inclusive, enquanto alguns países já possuem conceitos legais definidos, como Brasil e Itália, outros parecem nem sequer vislumbrar tal possibilidade, como é o caso dos Estados Unidos.

Na Itália, que tem instituído, desde 2012, seu Marco Legal da categoria, considera-se *startup* toda sociedade não listada publicamente, que esteja em operação há menos de 5 anos, que tenha sede na Itália, que possua faturamento anual inferior a 5 milhões de euros, que não seja resultado da cisão ou fusão de empresas anteriores, que não distribua lucros e que tenha em seu "*mission statement*" a relação explícita entre a sociedade e o ramo de inovação. A legislação italiana também exige o preenchimento de, pelo menos, um dos três requisitos a seguir para que a sociedade seja considerada uma *startup* e possa se beneficiar dos incentivos oferecidos: destinar pelo menos 15% de seus recursos para a área de pesquisa e desenvolvimento; 1/3 de colaboradores serem doutores ou doutorandos e/ou 2/3 de colaboradores possuírem título de mestrado; e, ser titular, depositária ou licenciada de patente; ou ser proprietária de um *software* registrado (ITALIA, decreto-legge n. 179, 2012).

Nos Estados Unidos, por sua vez, em virtude de as leis e programas norte-americanos voltados ao incentivo de *startups* serem descentralizados, é difícil identificar uma definição fixa do conceito de *startup*, porém diversos estados possuem programas e políticas de incentivo que auxiliam no desenvolvimento de diferentes empreendimentos, como, por exemplo, Florida e Delaware.

Além dessas definições legais trazidas acima, podemos, ainda, mencionar as definições de alguns autores, brasileiros e estrangeiros, que são referências acerca da matéria e que são, inclusive, mais didáticas para a finalidade deste artigo.

Dentre os brasileiros, temos de destacar a definição trazida por Bruno Feigelson, Erik F. Nybo e Victor Cabral Fonseca, que definem as *startups* como empresas que se encontram

em estágio inicial, carentes de processos internos e organização, possuem perfil inovador, possuem significativo controle de gastos e custos, têm seu serviço ou produto operacionalizado por meio de um produto mínimo viável, cujo produto ou ideia é escalável, apresenta necessidade de capital de terceiros e utiliza tecnologia em seu modelo de negócios (FEIGELSON; FONTENELE; FONSECA, 2018).

Tem-se, ainda, Edgar Vidigal de Andrade Reis, que conceitua as *startups* como:

> negócios recém-constituídos, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso, que buscam atingir um crescimento rápido, apoiando-se para tanto na oferta de produtos ou serviços inovadores aos olhos do mercado em que estão inseridas e com alto potencial de escalabilidade, geralmente utilizando-se da internet ou outras tecnologias inovadoras. (REIS, 2018, p. 13)

Por sua vez, a literatura estrangeira, notadamente a americana, possui, provavelmente, a definição mais consagrada e, ao mesmo tempo, mais abrangente do que é uma *startup*. Eric Ries, autor do *best-seller* "A Startup Enxuta", conceitua as *startups* como "instituições humanas projetadas para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza" (RIES, 2018, p. 24).

Conclui-se, portanto, que o conceito de *startup* é bastante amplo e possui diversas definições distintas, de modo que é praticamente impossível escolher um definitivo. O que de fato importa, é que são empresas que geram inovação, desenvolvimento e empregos, e por isso é necessário haver um ecossistema que favoreça o florescimento desse tipo de empresa da melhor forma possível.

Em relação ao ciclo de vida dessas empresas disruptivas de base tecnológica, tem-se, segundo a literatura especializada, que para que uma *startup* atinja o sucesso, ela deve atravessar algumas etapas de evolução, passando por: (i) ideia; (ii) formação; (iii) criação; (iv) validação; (v) escalonamento; e (vi) consolidação (FEIGELSON; FONTENELE; FONSECA, 2018).

A primeira fase caracteriza-se pelo desenvolvimento da ideia em si, seja do produto ou do serviço que os empreendedores desejam disponibilizar no mercado. Nesta fase, os avanços ocorrem a partir dos recursos que os fundadores encontram à sua disposição.

Na fase de formação será reunida a equipe que tornará possível o desenvolvimento da ideia. Aqui poderão ser realizados eventuais ajustes da ideia e acordos entre os sócios (FEIGELSON; FONTENELE; FONSECA, 2018).

Em seguida, chegamos à fase da efetiva criação, na qual ocorre o planejamento do negócio a ser desenvolvido. Neste ponto a equipe já está formada e o desenvolvimento do negócio ainda é feito utilizando recursos próprios. Aqui, a *startup* já deve ter desenvolvido um

produto mínimo viável, que é a versão de um novo produto que permite à equipe coletar o maior número de aprendizados possíveis sobre os clientes com o menor esforço, e mais conhecido em sua versão original em inglês *Minimum Viable Product*, de onde adveio sua sigla MVP (RIBEIRO, 2018).

Na fase de validação, como o próprio nome pressupõe, ocorre a validação do *MVP*. O produto ou serviço desenvolvido pela equipe será testado no mercado. Nesta etapa há três possibilidades de acontecimentos: (i) validação, no caso de o produto ser aceito pelo mercado; (ii) iteração, nos casos em que o produto é aceito pelo mercado, porém, tem de sofrer repetidamente pequenos ajustes e novos lançamentos; e (iii) pivote, que ocorre quando os empreendedores tomam a atitude de mudar o rumo da ideia por perceberem que esta, ou não foi aceita pelo mercado, ou foi aceita, mas não possui perspectiva de crescimento. Aqui a *startup* pode receber investimentos de terceiros, além do lucro obtido das vendas.

O escalonamento do produto ou serviço, ocorre após a validação do *MVP* pelo mercado, momento em que o produto atinge um maior público e são captados clientes. Nesta etapa de evolução o negócio alavanca seu potencial.

Por fim, completado todo este ciclo, ocorrerá a consolidação da *startup* no mercado. Os clientes e vendas apresentam números sólidos e contínuos. A partir desta fase a empresa já pode adquirir seus concorrentes, bom como ser adquirida por companhias maiores. Como nas fases prévias de validação e escalonamento, aqui também pode ser obtida receita externa para otimizar o crescimento da *startup*.

3. *VENTURE CAPITAL (*VC*)*

Venture capital, expressão livremente traduzida para capital de risco, refere-se a uma das modalidades de investimento fornecido, normalmente através de fundos de investimento, às empresas iniciantes, inovadoras e de alto potencial de crescimento – *startups* (CUMMING, 2021).

3.1 O que é *venture capital*: conceitos jurídico e econômico

Para compreender a importância dessa modalidade de investimento e de que forma ele se concretiza, primeiramente é necessária a compreensão dos conceitos jurídicos e econômicos que permeiam o *venture c*apital.

Segundo Cumming e Johan, os fundos de *venture capital* são intermediários financeiros entre fontes de recurso e empresas de base tecnológica e grande potencial de crescimento (CUMMING; JOHAN, 2009).

Para Bob Zyder, o *venture capital* desempenha um papel fundamental no ciclo da inovação, sendo o instrumento que possibilita a *startup* se aprimorar quando começa a comercializar sua inovação. Inclusive, para o autor, a esmagadora maioria dos investimentos realizados através do venture capital é utilizado pelas startups na construção da infraestrutura necessária para fazer o negócio crescer (ZYDER, 1998).

Nesse sentido, defende Douglas Cumming que o *venture capital* é um importante meio de financiamento para empresas desenvolverem seus produtos e realizarem a comercialização inicial, podendo ser também um meio de financiamento fornecido para o crescimento e expansão, sendo utilizado para aumentar a capacidade de produção, ou servindo como um capital de giro adicional, possibilitando o desenvolvimento do produto após sua testagem no mercado (CUMMING, 2012).

É importante pontuar que o *venture capital* não é dinheiro de longo prazo. A ideia do *venture capital* é investir no equilíbrio patrimonial e na infraestrutura da *startup* até que esta atinja um tamanho e credibilidade suficientes para gerar um evento de liquidez (ZYDER, 1998).

Outro ponto importante a ser destacado é que os investimentos em *startups*, independentemente da modalidade de investimento e do volume de dinheiro investido, possuem uma característica peculiar em relação aos investimentos realizados em empresas tradicionais e já consolidadas. Os investimentos nesse tipo de empresa pressupõem a saída dos recursos, ou seja, o retorno do capital ao investidor, e, se possível, com retorno financeiro (OIOLI; RIBEIRO JÚNIOR; LISBOA, 2020). São os chamados "eventos de liquidez", tão almejados em virtude de as empresas investidas não possuem enormes fluxos de caixa capazes de pagarem juros sobre dívidas ou dividendos graúdos (ZYDER, 1998).

Considerando que o *venture capital* integra esse conjunto de modalidades de investimentos em *startups*, é natural concluir que os investimentos feitos por meio do *venture capital* também buscam a saída com lucro através desses eventos de liquidez.

Os eventos de liquidez mais comuns são a oferta pública de ações (IPO), por meio da qual a empresa é lista em uma bolsa de valores pela primeira vez, e a aquisição, na qual a empresa é adquirida em sua totalidade por outra. No caso específico dos *venture capitalists,* existem ainda as saídas secundárias, em que o empreendedor mantém sua participação, mas o *venture capitalist* vende sua parte da empresa para outro investidor, e as recompras, onde o empreendedor recompra a participação do investidor de *venture capital* (CUMMING, 2012).

Ainda, especificamente em relação ao *venture capital*, faz-se necessário destacar que este possui cinco características singulares em relação as outras modalidades de investimento em *startups*, sendo elas: (i) é um intermediário financeiro que capta recurso de

investidores e os aplica em *startups*; (ii) investe em sociedades cuja participação acionária ainda não foi ofertada em bolsas de valores; (iii) adotam uma postura ativa e participativa na gestão das empresas investidas; (iv) tem como principal objetivo maximizar seu retorno financeiro, na maioria das vezes através de um IPO ou venda; e, (v) investe para financiar o crescimento orgânico da empresa investida (METRICK; YASUDA, 2011).

Dessa forma, a partir das cinco características acima, é possível concluir que o *venture capital* envolve a captação de recursos por um intermediário junto a investidores e que o fluxo do investimento através de *venture capital* envolve a entrada e saída dos recursos de acordo com o prazo estabelecido pelos quotistas dos fundos de VC.

Um outro importante ponto envolvendo o *venture capital* e os fundos que materializam esse tipo de investimento que merece ser destacado é que, ao contrário do que ocorre com investidores que alocam recursos próprios, os veículos de VC precisam retornar o capital aportado aos quotistas, nos termos definidos no regulamento do fundo (OIOLI; RIBEIRO JÚNIOR; LISBOA, 2020). Isso interfere diretamente na forma como os meios de VC estruturam seus investimentos nas *startups* e faz com que os gestores sejam muito mais cautelosos no processo de análise e seleção dos investimentos.

Por fim, em relação à conceituação legal de *venture capital,* tem-se que, apesar da promulgação da Lei Complementar n.º 182/2021, notadamente o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, não foi trazida à baila pela nova legislação qualquer menção ou significação ao termo, que se mantém, ao menos por ora, excluído de respaldos legislativos.

3.2 A relevância do investimento de *venture capital* e a fase em que ocorre

Por se tratar de capital de risco e com alto potencial de escalonamento, além de possuir como característica a participação ativa dos investidores de *venture capital* nas tomadas de decisão das *startups* investidas, o investimento de *venture capital,* em regra, é realizado nos estágios iniciais das empresas.

Para Cássio Spina, os fundos de *venture capital* são aqueles que direcionam seus investimentos para *startups* que estão em estágios iniciais de maturação, mas já atuam no mercado, geram receita e estão em busca de financiamentos para acelerar o seu crescimento (REIS, 2018).

De acordo com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), o investimento através de VC pode ser subdividido em *early* e *later stage* (FEIGELSON; FONTENELE; FONSECA, 2018).O *venture capital early stage*, segundo a ABDI, é aquele realizado em empresas com produtos ou serviços já testados no mercado, mas com no máximo

4 anos de existência e R$ 8 milhões de faturamento anual, enquanto o VC *later stage* representa o investimento realizado em empresas que já atingiram a fase de comercialização plena do produto ou serviço e precisam de mais receita para expandirem seus horizontes de atuação (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2011).

Além disso, o VC é um investimento operado por meio de fundos, que são como intermediários entre investidores institucionais e empresas que tem por característica alto potencial de crescimento e que são baseadas em tecnologia (CUMMING; JOHAN, 2009).

Sendo assim, eles são importantes porque os recursos financeiros recebidos por *startups* normalmente não são oriundos de instituições financeiras tradicionais. Isso porque os riscos existentes nesse tipo de atividade não propiciam aos grandes bancos comerciais as condições necessárias para viabilizar o acesso aos mecanismos clássicos de financiamento. Não existem garantias para a realização de empréstimos e as *startups* não possuem histórico de faturamento que permita à instituição financeira projetar recebíveis futuros para o pagamento dos recursos emprestados. Dessa forma, cabe a investidores qualificados, por intermédio desses investimentos, fornecer tais recursos.

3.3 Fundos de investimento em *venture capital*: origem e análise do regime jurídico

O surgimento dos fundos de *venture capital* ocorreu no berço da indústria do capital de risco, notadamente os Estados Unidos, após o fim da 2ª Guerra Mundial (1946). Ao longo dos anos, o governo americano incentivou fortemente a implementação de políticas públicas desenvolvimentistas e a adoção de marcos legais específicos, a fim de viabilizar o desenvolvimento tecnológico em áreas estratégicas.

Desse modo, criou-se um ambiente institucional que podemos chamar de favorável, onde respeitam-se as regras acordadas, há mínima intervenção estatal e, quando há, é discreta no que se refere aos termos acordados entre as partes envolvidas.

Podemos mencionar como uma importante instituição formal desse "ambiente institucional favorável" as "*limited partnerships"*. Historicamente utilizadas pelos americanos para reunir o patrimônio no fundo de investimentos, as "*limited partnerships"* se caracterizam pela limitação de responsabilidade dos investidores ao montante de capital investido, desde que não tomem parte nas deliberações da empresa. Destaca-se que, apesar de serem associadas às sociedades por quotas de responsabilidade limitada brasileiras, no Brasil não se percebe, na prática, essa limitação de responsabilidade.

No Brasil, a primeira companhia de *ventura capital*, Brasilpar, surgiu apenas em 1976, ou seja, 30 anos após o surgimento desse modelo de investimento nos EUA (BRASILPAR, 2011).

Vale mencionar que, como qualquer outro fundo de investimento situado no Brasil, desde 2002, a competência para a regulamentação e fiscalização dos fundos de *venture capital* foi concentrada pela CVM, ou Comissão de valores Mobiliários (OLIVA; RENTERIA, 2021), tendo em vista que as quotas dos fundos passaram a ser consideradas, expressamente, valores mobiliários (BRASIL, Lei 6.385, 1976).

Ainda nesse sentido, é necessário informar que os fundos de investimentos brasileiros, de uma forma geral, são constituídos na forma de comunhão de ativos, pertencentes aos quotistas do fundo sob a forma de condomínio (ABVCAP, 2015).

Sendo assim, diferentemente dos Estados Unidos, que utilizam as "*limited partnerships"* para a reunião dos ativos, no Brasil não há uma estrutura societária por trás dessa comunhão de ativos detida pelo fundo de investimento, podendo os fundos, no entanto, responder ativa e passivamente perante terceiros em juízo (ABVCAP, 2015).

Em relação especificamente aos fundos de *venture capital*, estes são, para fins legais, fundos de investimento que têm por objetivo investir em *startups*, e sendo assim, são regulados pela Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016 (ICVM 578), e estruturados como fundos de investimentos em participações (FIP), assim como os fundos *seed capital* (capital semente) e os fundos de *private equity*.

Os FIP são, de acordo com o artigo 5º da referida Instrução, uma comunhão de bens destinada à investimentos, senão vejamos: *"O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão"* (CVM, Instrução CVM n.° 578, 2016).

Ainda em relação aos fundos de investimentos em participações, faz-se necessário mencionar que essa subdivisão mencionada acima, entre fundos de *seed capital, venture capital e private equity* é realizada pelo mercado (ABVCAP, 2014), que entende como fundos de *seed capital* os que investem em um estágio bastante inicial da *startup* e utilizam normalmente recursos obtidos junto a órgãos ou agências governamentais, e como fundos de *private equity*

os que direcionam seus recursos às *startups* que se encontram em uma fase de maturação adiantada (REIS, 2018).

Tratando especificamente dos fundos de *venture capital*, esses são entendidos como "aqueles que direcionam seus investimentos para *startups* que, embora ainda estejam em um estágio relativamente inicial, já estão atuando no mercado, gerando receita e em busca de financiamentos para acelerar o seu crescimento" (REIS, 2018, p. 29).

Já para a Comissão de Valores Mobiliários, os fundos de investimentos em participações (FIP) tem de se enquadrar como FIP de capital semente ou FIP de empresas emergentes (CVM, Instrução CVM n.° 578, 2016).

Nos FIP de capital semente, as sociedades investidas não podem ter receita bruta anual superior a dezesseis milhões de reais, além de não poderem ser controladas por sociedade ou grupo de sociedades que possua ativo superior a oitenta milhões de reais ou receita bruta anual superior a cem milhões de reais (CVM, Instrução CVM n.° 578, 2016).

Por sua vez, nos FIP de empresas emergentes, não se pode investir em empresas com receita bruta anual acima dos trezentos milhões de reais, e não podem ser controladas por sociedades ou grupos de sociedades em que os ativos ultrapassem duzentos e quarenta milhões de reais ou receita bruta anual acima de trezentos milhões de reais (CVM, Instrução CVM n.° 578, 2016).

Já no que se refere ao ambiente regulatório-institucional brasileiro, foi possível compreender que esse, apesar de ter melhorado nos últimos anos, ainda se mostra hostil ao investimento através do *venture capital*, uma vez que é entendido como agressivo às características originárias deste modelo de investimento, enraizado na intervenção mínima norte americana, conforme descrito anteriormente.

Essa característica exige que, para que seja viável o investimento através do *venture capital*, o gestor dos recursos brasileiros se comporte de forma a criar alternativas para investir segundo a metodologia de *venture capital*, porém, acomodando o modelo às peculiaridades de um ambiente que não busca absorvê-lo.

Alguns movimentos, como, por exemplo, a criação de diferentes segmentos de listagem pela Bolsa de Valores (Novo Mercado), tem feito com que a governança corporativa no Brasil melhore significativamente nos últimos, o que acarreta a melhoria desse ambiente institucional em nosso país (ABVCAP, 2018). Inclusive, nesse sentido é o entendimento de Calixto Salomão Filho, segundo quem o Novo Mercado surgiu justamente para fornecer "padrões diferenciados de exigências jurídicas e práticas de "governança corporativa" que

permitissem aos investidores escolher as conjugações que melhor lhes atendessem de solidez financeira e garantias jurídicas" (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 94).

3.4 O investimento de *venture capital* em *startups* no Brasil

Comparado a outros países, o Brasil se encontra na posição 124º na lista relativa à classificação para se fazer negócios, conforme aponta o ranking Doing Business 2021 (WORLD BANK GROUP, 2021).

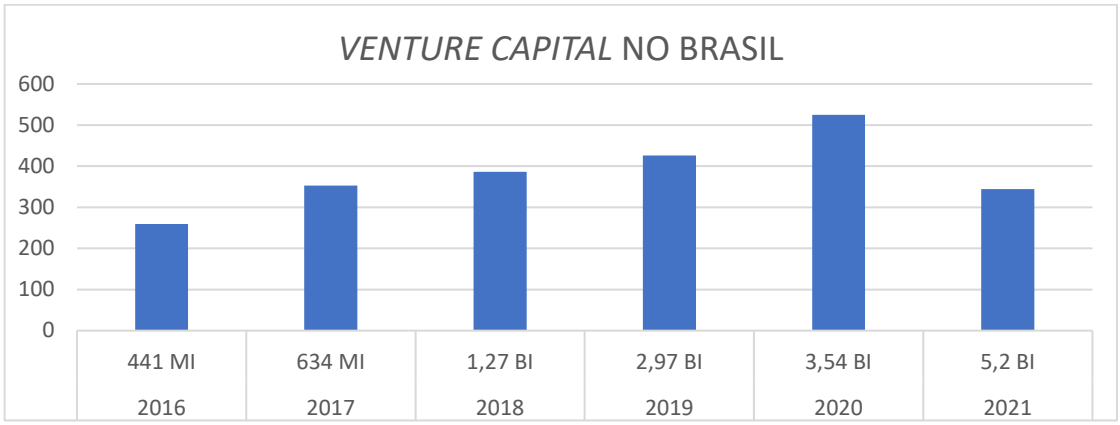
Contudo, em que pese o ambiente institucional sabidamente desfavorável ao empresariado, o ecossistema de inovação, no qual as *startups* são as protagonistas e responsáveis por gerar inovação e desenvolvimento, está em crescimento.

É isso que indica o *report* da Distrito – maior comunidade independente de *startups* do Brasil – segundo o qual, no primeiro semestre de 2021, já foram investidos US$ 5,2 bilhões em *startups* nacionais por meio de *venture capital*. Esse montante supera em 295,6% o montante investido por meio de capital de risco para o mesmo período de 202, ano com recorde de valores aportados (DISTRITO , 2021).

De acordo com o Distrito, apenas em junho foram investidos mais de US$ 2 bilhões, por meio de 63 rodadas de investimento, o que o caracteriza como o mês com maior volume de investimento por meio do capital de risco na história do mercado brasileiro (DISTRITO , 2021).

No que diz respeito aos aportes realizados, 2021 também vem sendo excelente para as *startups*, que, segundo o Distrito, já receberam, só nesse ano, 344 aportes, volume consideravelmente maior do que o mesmo período de 2020 (DISTRITO , 2021).

Destaca-se ainda que, em que pese os volumosos números de 2021, os últimos três anos também registraram aumentos significativos nos montantes aportados em *startups* brasileiras, veja-se:



Fonte: DISTRITO. ***Inside Venture Capital Report***. Maio e Junho de 2021. Disponível em: https://distrito.me/dataminer/reports/. Acesso em: 02/07/2021.

Nota-se, portanto, que em um recorte de dez anos, houve o aumento de investimento por meio do *venture capital* em praticamente todos os anos, atingindo, nestes últimos, patamares significativos.

3.5 O Marco Legal das Startups e o fomento à escalabilidade

A Lei Complementar 182, de 1º de junho de 2021, instituiu o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, que trouxe consigo alguns princípios e diretrizes, dentre os quais destaca-se, para o estudo deste tema:

> o incentivo à constituição de ambientes favoráveis ao empreendedorismo inovador, com valorização da segurança jurídica e da liberdade contratual como premissas para a promoção do investimento e do aumento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras. (BRASIL, Lei Complementar 182, 2021, art. 3º, inc. II).

Pois bem. Visando justamente dar cumprimento à referida diretriz, o Marco Legal possui dois capítulos inteiros referentes aos instrumentos de investimento em inovação e ao fomento à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação (BRASIL, Lei Complementar 182, 2021, capítulos 3 e 4).

O capítulo três conceitua e regula o investimento em *startup* através de alguns instrumentos, como por exemplo, o contrato de opção de subscrição de ações ou quotas, o contrato de opção de compra de ações ou quotas, o contrato de mútuo conversível em participação societária, debêntures conversíveis e outros instrumentos em que o investidor não integre formalmente o quadro societário da *startup*. Além disso, indica que os investidores que realizarem aportes financeiros por meio desses instrumentos não serão considerados sócios para fins de responsabilização para dívidas de qualquer espécie da empresa (BRASIL, Lei Complementar 182, 2021, arts. 5° e 8°).

Já no capítulo quatro, que dispõe acerca do fomento à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação, a intenção é clara no sentido de permitir que as empresas que possuem obrigações de investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação, decorrentes de outorgas ou de delegações firmadas por meio de agências reguladoras, ficam autorizadas a cumprir seus compromissos com aporte de recursos em *startups* por meio de fundos de investimento (BRASIL, Lei Complementar 182, 2021).

Nota-se, portanto, uma clara intenção do legislador de proporcionar uma melhoria no arcabouço institucional, a fim de aprimorar o ambiente propício para a realização de investimentos de risco em *startups* no Brasil.

4. CONCLUSÃO

O presente artigo trouxe diversos aspectos do ambiente no qual as *startups* estão inseridas, bem como demonstrou a importância da existência de um ambiente favorável ao desenvolvimento tecnológico que funcione como catalisador do potencial de crescimento econômico e social do país.

Empresas de base tecnológica tem como uma de suas principais características propiciarem elevados níveis de desenvolvimento e ganhos financeiros, visto seu modelo escalável de negócio.

Contudo, justamente por serem extremamente dinâmicas e inovadoras, não apresentam aos grandes bancos comerciais as condições necessárias para viabilizar o acesso aos mecanismos tradicionais de financiamento. Sendo assim, os recursos financeiros recebidos por *startups* normalmente não são oriundos dessas instituições financeiras, em virtude do tipo de atividade e seus riscos.

Resta, portanto, aos investidores qualificados, fornecer tais recursos. Nessa esteira, destaca-se o papel dos investidores/fundos de *venture capital* como propulsores da inovação. Os *venture capitalists* fornecem os recursos capazes de alavancar sociedades empresárias de base tecnológica em estágio inicial de atividade (FEIGELSON; FONTENELE; FONSECA, 2018).

No Brasil, esses fundos de *venture capital* são regulados e fiscalizados pela CVM, em virtude de suas quotas caracterizarem valores mobiliários. Além disso, são constituídos na forma de comunhão de ativos, pertencentes aos quotistas do fundo sob a forma de condomínio, e, para fins legais, estruturam-se como fundos de investimento em participação, sendo, portanto, regulados pela Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016.

No desenvolvimento do presente artigo constatou-se que o cenário nacional de *venture capital* não está defasado, de modo que as instituições jurídicas existentes se mostram satisfatórias para os investidores aportarem seus recursos nas *startups*. Inclusive, o mercado brasileiro de *venture capital* tem se mostrado em pleno crescimento, atuando como um instrumento relevante no desenvolvimento de um ambiente com ampla oferta de recursos para o investimento de *startups*, e consequentemente, para o desenvolvimento do setor.

Por fim, o Marco Legal das Startups, recentemente sancionado, se mostra como uma inovação importante e oportuna, trazida à baila na hora certa, visto o momento de grande pujança nos investimentos que o ecossistema de inovação está vivendo. O referido Marco demonstra uma preocupação legitima do legislador em realizar melhorias no arcabouço

institucional formal de nosso país, a fim de propiciar um ambiente cada vez mais favorável para o desenvolvimento de inovações.

6. REFERÊNCIAS

Agência brasileira de desenvolvimento industrial. **A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*: 2º censo brasileiro**. Brasília, 2011.

AMARAL, Francisco. **Direito Civil – Introdução**. 10ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

Associação Brasileira de *Private Equity* & *Venture Capital* (ABVCAP). **Apresentação institucional**. Mai. 2014, slide 32. Disponível em: <https://pt.slideshare.net/ABVCAP/apresentao-institucional-abvcap>. Acessado em: 02/07/2021.

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP). **Estrutura legal dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital***. 2015. Disponível em: https://abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf. Acesso em: 5 jul. 2021.

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP). **Estrutura legal dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital***. Maio de 2018. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>. Acesso em: 18 de fevereiro de 2021.

BERNARDINO, Diogo. **Fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* – breve análise sobre sua evolução, características e importância.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. | vol. 61/2013. | p. 45 - 78 | Jul - Set / 2013. – DTR\2013\8474.

COMISSÂO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimentos em Participações. **Presidência da Comissão de Valores Mobiliários – CVM,** Rio de Janeiro, RJ, 30 ago. 2016. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html. Acesso em: 18 fev. 2021.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CUMMING, D.; JOHAN, S.A. ***Venture Capital and Private Equiy Contracting: an International Perspective.*** Burlington: Elsevier, 2009.

CUMMING, Douglas (ed.). ***The Oxford Handbook of Venture Capital***. New York: Oxford University Press, Inc, 2012.

DISTRITO. ***Inside Venture Capital Report***. Disponível em: https://distrito.me/dataminer/reports/. Acesso em: 02/07/2021

FEIGELSON, Bruno; FONTENELE, Erik; FONSECA, Victor Cabral. **Direitos das Startups**. Editora: Saraivajur, 2018.

HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:** FUNDOS DE INVESTIMENTO. Especial. ed. Rio de Janeiro: Lumem Juris, 2021. v. V.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. ***The Anatomy of Corporate Law:*** *A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. United States of America: Oxford University Press, 2017

LINS, Bernardo Wildi. **Formas de Fomento Público à Inovação e ao Empreendedorismo. Startups: aspectos jurídicos relevantes** / Eduardo Moretti, Lenadro Antonio Godoy Oliveira (orgs.). – Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

MAZZUCATO, Mariana. **O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. Tradução Elvira Serapicos. – 1ª ed. – São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. ***Venture Capital and the Finance of Innovation***. Hoboken: John Wiley and Sons, Inc., 2011.

OCDE. ***The Evaluation of the Italian "Startup Act"***. OECD Science, Technology and Industry. Set/ 2018, No. 54.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JÚNIOR, José Alves; LISBOA, Henrique. Financiamento da startup. In: OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de Direito Para Startups**. 2. ed. rev. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

PAIVA, Eduardo Cherez (ed.). **Fundos de Investimentos**: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**.– São Paulo: Almedina, 2018.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (coord.). **O que é Análise Econômica do Direito**: Uma introdução. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

RIBEIRO, Marcus. Você Sabe Mesmo Que É MVP? Está Usando Corretamente Em Sua Startup?. **Associação Brasileira de Startups**, [*S. l.*], 20 mar. 2018. Disponível em: https://abstartups.com.br/o-que-e-mvp/. Acesso em: 14 out. 2022.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**: como os empreendedores atuais utilizam a inovação para criar empresas extremamente bem-sucedidas. São Paulo: LeYa, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**: Eficácia e Sustentabilidade. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

ZYDER, Bob. ***How Venture Capital Works***. Harvard Business Review. November – December 1998.