

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Programa de Pós-Graduação em Direito

Lucas Vinícios Cruz

**EFICIÊNCIA E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES EM INVESTIMENTOS PARA
STARTUPS:**

Um estudo segundo a análise econômica do Direito

Belo Horizonte

2022

Lucas Vinícios Cruz

**EFICIÊNCIA E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES EM INVESTIMENTOS PARA
STARTUPS:**

Um estudo segundo a análise econômica do Direito

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Professor Dr. Eduardo Goulart Pimenta

Área de concentração: Democracia, Autonomia Privada e Regulação

Belo Horizonte

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

C957e Cruz, Lucas Vinicios
Eficiência e assimetria de informações em investimentos para startups: um estudo segundo a análise econômica do direito / Lucas Vinicios Cruz. Belo Horizonte, 2022.
176 f. : il.

Orientador: Eduardo Goulart Pimenta
Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.
Programa de Pós-Graduação em Direito

1. Novos empreendimentos comerciais. 2. Fundos de investimentos. 3. Análise econômica - Legislação. 4. Eficiência (Direito). 5. Capital de risco. 6. Empreendedorismo. I. Pimenta, Eduardo Goulart. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

CDU: 347.7

Ficha catalográfica elaborada por Elizângela Ribeiro de Azevedo - CRB 6/3393

Lucas Vinícios Cruz

**EFICIÊNCIA E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES EM INVESTIMENTOS PARA
STARTUPS:**

Um estudo segundo a Análise Econômica do Direito

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Professor Dr. Eduardo Goulart Pimenta

Área de concentração: Democracia, Autonomia Privada e Regulação

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta (Orientador)

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães

Prof. Dr. Felipe Fernandes Ribeiro Maia

Prof. Dr. Leonardo Macedo Poli (Suplente)

Belo Horizonte, 24 de fevereiro de 2022.

Para Jacqueline.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Jacqueline, minha esposa, namorada e amiga, pela compreensão, paciência, incentivo e por me apoiar em todos os momentos.

Agradeço aos meus pais, pela educação que me foi dada e por terem me propiciado o necessário para o meu ingresso na vida acadêmica.

Agradeço ao Professor Dr. Eduardo Goulart Pimenta, meu professor e orientador durante o mestrado, pela orientação desta dissertação e pelas importantes sugestões e comentários que enriqueceram este trabalho.

Agradeço ao Professor Dr. Henrique Avelino Lana e ao Professor Dr. Daniel Moreira do Patrocínio, por todo incentivo, apoio, encorajamento e inspiração para que eu pudesse ingressar no mestrado e concluir esta dissertação.

Agradeço ao Moreira do Patrocínio e Avelino Lana Advogados e toda equipe, pela compreensão e apoio contínuo.

Agradeço aos meus tios, Antônio (Tiô) e Graça, por todo apoio durante a minha graduação no curso de Direito e pela confiança em mim depositada.

Agradeço ao PPGD PUC Minas, professores e colegas de sala, por todo o conhecimento compartilhado e debates jurídicos que contribuíram com esta dissertação.

Agradeço à CAPES, pela bolsa de estudos concedida.

Agradeço a todos aqueles que, de alguma forma, direta ou indiretamente, contribuíram para o desenvolvimento e conclusão desta jornada.

A todos, a minha sincera gratidão.

RESUMO

A presente dissertação proporciona um debate científico sobre a possível existência de assimetria de informações em investimentos feitos por fundos de *venture capital* (VC) e *private equity* (PE) em *startups*. O objetivo desta dissertação é analisar a existência de assimetria de informações nos investimentos feitos em *startups*, com foco em fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*, de modo apurar os problemas jurídicos e econômicos que a assimetria de informações pode causar ao fundo investidor, bem como apresentar possíveis soluções para que o fundo possa acabar ou reduzir a assimetria informacional, fazendo com que o investimento seja mais eficiente. Assim, buscou-se responder ao seguinte problema: a eventual existência de assimetria de informações pode impactar, jurídica e economicamente, em investimentos para *startups* feitos através de fundos de *venture capital* e *private equity*? Caso positivo, de qual forma? Como hipótese de resposta sugerida ao problema, através de uma análise doutrinária, jurídica e econômica, demonstrou-se que a resposta é positiva, isto é, que a assimetria de informações pode impactar negativamente em investimentos feitos por fundos de *venture capital* e *private equity* em *startups*, acarretando alocações ineficientes de recursos escassos, contribuindo para que o investimento seja menos eficiente, com maior risco, maior custo de transação, menor potencial de maximização dos interesses, riquezas e bem estar. Para fundamentar e justificar a resposta ao problema levantado nesta dissertação, ao longo do texto da dissertação, serão invocadas ferramentas metodológicas relativas à Análise Econômica do Direito (AED) ou *Law and Economics*, tais como eficiência, alocação de recursos escassos, incentivos, custos de transação, custos de agência, problema de agência, risco moral, seleção adversa e maximização do bem-estar. Ao final, o objetivo inicialmente proposto para esta dissertação foi alcançado, com a validação da hipótese sugerida para o problema proposto, pois, conforme apurado ao longo desta pesquisa, a eventual existência de assimetria de informações pode trazer problemas para investimentos feitos em *startups* através de fundos de *venture capital* e *private equity*, aumentando os custos de transação e acarretando em alocações ineficientes de recursos escassos.

Palavras-chave: *Startups*. Investimento. *Venture Capital*. *Private Equity*. Assimetria de informações. Análise Econômica do Direito.

ABSTRACT

This dissertation offers a scientific debate on the possible existence of information asymmetry in investments made by venture capital (VC) and private equity (PE) funds in startups. The objective of this dissertation is to analyze the existence of information asymmetry in investments made in startups, with a focus on venture capital funds and private equity funds, in order to investigate the legal and economic problems that information asymmetry can cause to the investor fund , as well as presenting possible solutions for the fund to end or reduce the informational asymmetry, making the investment more efficient. Thus, we sought to answer the following problem: can the possible existence of information asymmetry impact, legally and economically, on investments for startups made through venture capital and private equity funds? If so, in what way? As a hypothesis for a suggested answer to the problem, through a doctrinal, legal and economic analysis, it is applied that the answer is positive, that is, that the asymmetry of information can negatively impact investments made by venture capital and private equity funds in startups, causing inefficient allocation of scarce resources, contributing to less efficient investment, with greater risk, higher transaction costs, less potential for maximizing interests, wealth and well-being. To support and justify the answer to the problem raised in this dissertation, throughout the text of the dissertation, tools related to the Economic Analysis of Law (AED) or Law and Economics will be invoked, such as efficiency, allocation of scarce resources, incentives, transaction costs , agency cost, agency problem, moral hazard, adverse selection, and welfare maximization. In the end, the objective proposed for this dissertation was achieved, with the validation of the hypothesis suggested for the proposed problem, because, as found throughout this research, the possible existence of information asymmetry can bring problems for investments made in startups through funds venture capital and private equity, increasing transaction costs and leading to inefficient allocations of scarce resources.

Keywords: Startups. Investment. Venture Capital. Private Equity. Information asymmetry. Economic Analysis of Law.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Formas de investimento de acordo com o estágio de maturação da startup.....	86
FIGURA 2 – Estrutura de um fundo de investimento.....	99

LISTA DE GRAFICOS

GRÁFICO 1: Setores de preferência de investidores anjo.....	93
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de Venture Capital
AED	Análise Econômica do Direito
Art.	Artigo
CC	Código Civil
CF	Constituição Federal
CPSI	Contrato Público para Solução Inovadora
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil de 1.988
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DREI	Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada
FFF	<i>Family Friends and Fool</i>
FIP	Fundo de Investimento em Participação
FIP-IE	Fundo de Investimento em Participação – Infraestrutura
FIP-PD&I	Fundo de Investimento em Participação - Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IN	Instrução Normativa
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LC	Lei Complementar
LSA	Lei das Sociedades por Ações
MLS	Marco Legal das Startups
MOU	<i>Memorandum of Understanding</i>
MVP	<i>Minimum Viable Product</i>
PE	<i>Private Equity</i>
PL	Projeto de Lei
S.A.	Sociedade Anônima
SCP	Sociedade em Conta de Participação

TST

Tribunal Superior do Trabalho

VC

Venture Capital

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 PONDERAÇÕES SOBRE A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	19
3 STARTUPS: DIREITO, INOVAÇÃO, TECNOLOGIA E ECOSSISTEMA EMPREENDEDOR.....	35
3.1 Histórico e definição	35
3.2 Ecossistema empreendedor.....	47
3.3 Aspectos legais	51
<i>3.3.1 Lei Complementar n. 167/2019: primeira definição legal de startup e criação do Inova Simples.....</i>	<i>52</i>
<i>3.3.2 Lei Complementar n. 182/2021: Marco Legal das Startups</i>	<i>57</i>
3.4 Aspectos societários	65
<i>3.4.1 Memorando de entendimentos.....</i>	<i>67</i>
<i>3.4.2 Sociedade em conta de participação (SCP)</i>	<i>71</i>
<i>3.4.3 Sociedade Limitada</i>	<i>73</i>
<i>3.4.4 Sociedade limitada unipessoal</i>	<i>78</i>
<i>3.4.5 Sociedade anônima.....</i>	<i>79</i>
4 MODALIDADES DE INVESTIMENTO EM STARTUPS	84
4.1 Bootstrapping.....	86
4.2 Family friends and fool (FFF)	88
4.3 Investimento anjo	89
4.4 Fundos de investimento: seed capital, venture capital e private equity.....	98
4.5 Equity crowdfunding	108
4.6 IPO - Initial Public Offering	116
4.7 Desinvestimento (exit)	117
5 FORMAS DE OBTENÇÃO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA EM INVESTIMENTOS EM STARTUPS.....	120
5.1 Mútuo conversível em participação societária.....	120
5.2 Debêntures conversíveis em participação societária	122
5.3 Opção de compra da participação societária	124
5.4 Opção de subscrição da participação societária	126
5.5 Contrato de vesting	127
5.6 Cláusulas contratuais comuns em contratos de investimento em startups.....	131

5.6.1 <i>Term sheet</i>	131
5.6.2 <i>Acordo (ou cláusula) de confidencialidade (non-disclosure agreement - NDA)</i>	132
5.6.3 <i>Tag along e Drag along</i>	133
5.6.4 <i>Lock up e sandstill period</i>	134
5.6.5 <i>Direito de preferência</i>	134
5.6.6 <i>Não competição (non-compete)</i>	134
5.6.7 <i>Put option e call option</i>	135
6 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES EM INVESTIMENTOS <i>VENTURE CAPITAL</i> E <i>PRIVATE EQUITY</i> PARA <i>STARTUPS</i>	137
6.1 Problema de agência e custos de agência	138
6.2 Risco moral (<i>moral hazard</i>) e seleção adversa	142
6.3 Aumento dos custos de transação	148
6.4 Alocação ineficiente de recursos escassos	154
7 SOLUÇÕES PARA A REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E MAIOR EFICIÊNCIA EM INVESTIMENTOS <i>VENTURE CAPITAL</i> E <i>PRIVATE EQUITY</i> PARA <i>STARTUPS</i>	157
7.1 Incentivos	157
7.2 <i>Due diligence</i>	159
7.3 Participação ativa no empreendimento	161
8 CONCLUSÃO	163
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	165

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho acadêmico proporciona um debate científico acerca da possível existência de assimetria de informações nos investimentos feitos por fundos de *venture capital* (VC) e *private equity* (PE) em *startups*¹.

Nos últimos anos, as *startups*, que são instituições projetadas para criar produtos e serviços em condições de extrema incerteza, estão, cada vez mais, dominando o cenário empreendedor em escala nacional e mundial. Em uma pesquisa realizada pelo *ABStartups*, apurou-se que, no ano de 2019, existem mais de 12.000 (doze mil) *startups* no Brasil (ABSSTARTUPS, 2019).

Ainda, em um relatório elaborado pela Funderbeam, que é uma plataforma europeia de investimentos em *startups*, constatou-se que há, em média, 05 (cinco) *startups* a cada cem mil habitantes na Europa. Apurou-se, também, que, em países específicos, este número é muito maior, como, por exemplo, na Islândia, que chega à marca de 38 *startups* a cada cem mil habitantes, e a Irlanda, em que há 34 *startups* (FUNDERBEAM, 2017).

Estas empresas nascentes, que ainda estão em estágio inicial, demandam, em um primeiro momento, investimento interno, através do capital dos próprios sócios empreendedores. Porém, à medida que a *startup* se desenvolve, faz-se necessário a aplicação de capital externo, para que a *startup* possa se desenvolver e continuar aplicando a sua metodologia inovadora.

Inclusive, o capital externo possui alta rotatividade no ecossistema das *startups*. Em relatório elaborado pela Funderbeam, no ano de 2017, constatou-se que foram investidos aproximadamente 120 bilhões de dólares em *startups* no mundo todo (FUNDERBEAM, 2017). Já no ano de 2020, foram investidos 3,5 bilhões de dólares em *startups* do Brasil, valor superior ao investido no ano de 2019, que foi de 2,9 bilhões de dólares (NEGÓCIOS, 2020).

No que tange a investimentos feitos por fundos de *venture capital*, os investimentos em *startups* brasileiras atingiram a marca de R\$ 33,5 bilhões nos primeiros nove meses de 2021, batendo o recorde histórico da modalidade no Brasil. Outro recorde quebrado foi o número de *startups* que receberam estes aportes: 226 *startups*, contra 147 do ano de 2020. Já os investimentos feitos por fundos de *private equity* em *startups* tiveram uma queda de 27% no ano

¹ Como será melhor explicado no capítulo 4.4 desta dissertação, os fundos de *venture capital* são fundos de investimento que captam recursos de investidores e aplicam em *startups* ainda em desenvolvimento e que possuem maior grau de risco, enquanto os fundos de *private equity* são fundos que fazem a captação de recursos de investidores e aplicam em *startups* já desenvolvidas e bem consolidadas.

de 2021. Apesar da queda, o montante total investido por fundos de *private equity* conta com o expressivo valor de R\$ 4,5 bilhões (ABVCAP, 2021).

Todavia, nos investimentos feitos em *startups*, inclusive naqueles feitos por fundos de *venture capital* e *private equity*, podem ocorrer omissões ou alterações nas informações prestadas, seja pelo investidor², seja pela própria *startup*, na pessoa do empreendedor que a controla, caracterizando, assim, a existência de informações assimétricas.

É exatamente nesse diapasão que paira o objetivo e discussão invocada no trabalho científico aqui desenvolvido.

Neste sentido, o objetivo desta dissertação é analisar a existência de assimetria de informação nos investimentos feitos em *startups*, com foco em fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*, de modo apurar os problemas jurídicos e econômicos que a assimetria de informações pode causar ao fundo investidor³, bem como apresentar possíveis soluções para o fundo de investimento acabar ou reduzir a assimetria informacional.

Assim, nesta dissertação, buscou-se responder ao seguinte problema: a eventual existência de assimetria de informações pode impactar, jurídica e economicamente, em investimentos para *startups* feitos através de fundos de *venture capital* e *private equity*? Como?

Como hipótese de resposta sugerida ao problema, através de uma análise doutrinária, jurídica e econômica, procurou-se demonstrar que a resposta é positiva, isto é, que a assimetria de informações pode impactar em investimentos feitos por fundos de *venture capital* e *private equity* em *startups*, acarretando alocações ineficientes de recursos escassos, contribuindo para que o investimento seja menos eficiente, com maior risco, maior custo de transação, menor potencial de maximização dos interesses, riquezas e bem estar.

Para fundamentar e justificar a resposta ao problema levantado nesta dissertação, ao longo do texto da dissertação, serão invocadas ferramentas metodológicas relativas à Análise Econômica do Direito (AED) ou *Law and Economics*, tais como eficiência, alocação de recursos escassos, incentivos, maximização das riquezas, custos de transação, custos de agência, problema de agência, risco moral, seleção adversa e maximização do bem-estar.

² Para esta dissertação, considerou-se investidor a pessoa, física ou jurídica, que realiza aporte de recursos financeiros em empresas nascentes e recebe, como contraprestação, uma participação societária do empreendimento ou a restituição do valor investido devidamente corrigido e acrescido de juros. Como será explicado ao longo da dissertação, o investidor poderá, ou não, já ser sócio, ou, após o investimento, se tornar sócio da *startup*.

³ Não se desconhece que a assimetria de informações também pode trazer problemas para a *startup*. Porém, nesta dissertação, buscou-se aprofundar apenas nos possíveis problemas jurídicos e econômicos que o fundo de investimento poderá enfrentar em caso de eventual assimetria de informações.

O assunto a ser abordado possui relevância salutar à pesquisa acadêmica, eis que as *startups* se relacionam, diretamente, com o instituto do Direito Empresarial e Societário. Ademais, embora presente no cotidiano da militante advocacia empresarial e sociedade leiga em geral, trata-se de matéria com pouca regulamentação legal e escassa abordagem doutrinária.

Por estarem as *startups* cada vez mais evidentes em nosso dia a dia, por hora, tem-se a construtiva convicção de que a proposta desta dissertação se mostra relevante e enseja reflexões acadêmicas construtivas. Afinal, os gestores de fundos de *venture capital* e *private equity*, presume-se, almejam realizar alocações eficientes dos recursos dos seus investidores.

A importância e objetivo desta pesquisa científica também se justifica em razão da constante evolução imposta pelas *startups* ao Direito Privado em geral, especialmente ao Direito Empresarial que, por sua vez, não consegue acompanhar em velocidade similar a diversidade de situações, fenômenos e alternativas decorrentes do exercício desta atividade empresária, inovadora e arriscada, que vem se tornando comum.

É pertinente analisar as *startups* através da Análise Econômica do Direito, pois esta teoria estuda, dentre outras vertentes, a relação entre Direito e Economia no que tange à direitos patrimoniais e contratos, e é sobre tais pilares que os investimentos se baseiam.

Para facilitar a compreensão da temática aqui abordada, bem como atingir o objetivo proposto, esta dissertação foi dividida em seis capítulos, além da introdução, conclusão e referências bibliográficas. No primeiro capítulo após a introdução, buscou-se fazer um panorama geral sobre a Análise Econômica do Direito.

Após, dedicou-se um capítulo para fazer uma percepção histórica das *startups*, analisando a sua definição, aspectos jurídicos, legais, empresariais e societários, em face do ordenamento jurídico brasileiro. No capítulo seguinte, buscou-se apresentar algumas modalidades de investimento em *startups* que, de acordo com a bibliografia consultada, são as principais formas de captação de recursos pelas *startups*. Assim, abordou-se desde o *bootstrapping* até o *IPO* e as formas de desinvestimento.

Também se entendeu pertinente reservar um capítulo para tratar das diversas formas que o investidor poderá se tornar sócio da *startup*, quando investe nestes empreendimentos. Ainda neste capítulo, abordou-se as principais cláusulas contratuais que, de acordo com a bibliografia consultada, são importantes nos contratos que formalizam o investimento em *startups*.

Nos capítulos 6 e 7, tratou-se do cerne da presente dissertação, consistente na exposição de possíveis problemas provocados ao investimento feito por fundos de *venture capital* e *private equity* em *startups* em razão da presença de assimetria de informações, bem como se apresentou sugestões para o fundo de investimento reduzir a assimetria de informações e mitigar os problemas decorrentes desta falha de mercado. Por fim, foram feitas considerações finais sobre o presente trabalho, chegando, assim, à conclusão.

Daí o objetivo e a importância de se estudar juridicamente, economicamente e academicamente, as *startups*, as possibilidades e formas de investimento que estas possam vir a receber, bem como as soluções para eventual assimetria informacional em investimentos feitos por fundos *venture capital* e *private equity* em *startups*.

2 PONDERAÇÕES SOBRE A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

O objetivo do presente estudo é analisar a existência de assimetria de informações nos investimentos feitos em *startups*, com foco em fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*, de modo apurar os problemas jurídicos e econômicos que a assimetria de informações pode causar ao fundo investidor, bem como apresentar possíveis soluções para o investidor acabar ou reduzir a assimetria informacional.

Assim, para se alcançar o objetivo ora proposto, bem com facilitar a leitura e compreensão dos leitores desta dissertação, faz-se necessário expor uma breve contextualização sobre a Análise Econômica do Direito.

Rachel Sztajn (2005, p. 77-79) menciona que há críticos que defendem a incompatibilidade entre Direito e Economia, ao argumento de que, no plano metodológico, o Direito se ocupa de valores (ética e moral), enquanto a Economia se baseia na maximização de resultados e na eficiência. Em razão disso, seria inviável a tentativa de empregar parâmetros econômicos na avaliação jurídica.

Bruno Meyerhof Salama também destaca as divergências entre as metodologias atreladas ao Direito e à Economia que ensejam certa resistência aos operadores, tanto do Direito, quanto da Economia, ao dispor que:

Tanto o Direito quanto a Economia lidam com problemas de coordenação, estabilidade e eficiência na sociedade. Mas a formação de linhas complementares de análise e pesquisa não é simples porque as suas metodologias diferem de modo bastante agudo. Enquanto o Direito é exclusivamente verbal, a Economia é também matemática; enquanto o Direito é marcadamente hermenêutico, a Economia é marcadamente empírica; enquanto o Direito aspira ser justo, a Economia aspira ser científica; enquanto a crítica econômica se dá pelo custo, a crítica jurídica se dá pela legalidade. Isso torna o diálogo entre economistas e juristas inevitavelmente turbulento, e geralmente bastante destrutivo (SALAMA, 2008, p. 49).

Todavia, estes dois institutos (Direito e Economia) não apenas são compatíveis, como a análise e aplicação do Direito de forma economicamente eficiente (ou seja, com o objetivo de maximização da riqueza), de acordo com Eduardo Goulart Pimenta (2006, p. 24-25), seria, inclusive, uma exigência da Constituição da República de 1988.

Para o autor, a Análise Econômica do Direito se fundamenta no artigo 3º, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988⁴, ao trazer a erradicação da pobreza como objetivos da República Federativa do Brasil. Assim, por ser a análise e aplicação do Direito de forma economicamente eficiente, com o objetivo de maximização de riqueza, uma exigência da CRFB/88, justifica-se a aplicação da metodologia das ciências econômicas ao Direito (PIMENTA, 2006, p. 24-25b).

As *startups*, assim como qualquer sociedade empresária, exercem a empresa⁵, visto esta como uma atividade econômica e organizada, voltada para a produção e circulação de bens e serviços⁶. Nesta senda, a empresa, foco de estudo do Direito Empresarial, pode ser considerada o objeto de estudo que mais aproxime Direito e Economia.

Para Eduardo Goulart Pimenta:

A empresa talvez seja o objeto de estudo e regramento que mais aproxime Direito e Economia. Isto porque se trata de uma categoria cujos contornos foram inicialmente ensaiados pelos economistas, que dela se valem para entender e explicar a forma pela qual a sociedade se dedica a produzir e distribuir os bens e serviços de que necessita ou deseja. Ao Direito historicamente coube, a seu turno – e conforme seu inegável poder de conduzir a Economia do “ser” para o “dever ser” – regulamentar a forma pela qual se deve constituir exercer, recuperar ou extinguir a empresa orientando-se nesta tarefa para a consecução dos valores socialmente desejados. O Direito da Empresa é, assim, um conjunto de princípios e normas destinadas à disciplina de um instituto que é, antes de mais nada, econômico: a empresa. O Direito da Empresa se mostra, então, como um campo particularmente fértil para o emprego e desenvolvimento da análise econômica do direito. A empresa é, tanto para a Economia quanto para o Direito, um fenômeno essencialmente poliédrico, ou seja, apto a ser observado e analisado sob diferentes pontos de vista conforme o aspecto dela ao qual se dê maior relevância sem que, entretanto, uma aproximação seja necessariamente incompatível com outras (PIMENTA, 2010, p. 17).

⁴ Constituição da República Federativa do Brasil de 1.988. Artigo 3º: Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

⁵ De acordo com Henrique Viana Pereira e Rodrigo Almeida Magalhães: “A empresa, no mundo atual, tem extrema importância, gerando reflexos imediatos na coletividade. Ela concentra a prestação de serviços, fornecimento de bens, geração de empregos, coleta dinheiro para o Estado - por meio da arrecadação fiscal - bem como contribui para a constante e crescente interligação da economia de mercado. Dessa forma, possui relevante poder sobre a ordem econômica nacional e global, eis que representa uma fonte inesgotável de parcerias” (PEREIRA; MAGALHÃES, 2011, p. 57-58).

⁶ De acordo com Eduardo Goulart Pimenta: “A empresa é, sob seu aspecto dinâmico, um feixe coordenado de relações jurídicas contratuais estabelecidas pelo empresário com a finalidade de organização dos fatores de produção e circulação dos bens ou serviços por ele produzidos ou distribuídos” (PIMENTA, 2020b, p. 79).

Especificamente se tratando do estreitamento entre Economia e Direito Empresarial, Rachel Sztajn disserta que:

Estabelecer vínculos mais estreitos entre direito e economia oferece, aos juristas, perspectivas novas de enfrentamento de questões relevantes no âmbito do Direito Comercial. Tomando como ponto inicial a disciplina dos mercados e das empresas, passando por contratos empresariais, o esquema de análise terá como centro institutos jurídicos em que o conteúdo patrimonial é intenso. Igualmente, em primeiro tempo não se discutirão aspectos éticos ou valorativos da atividade, considerando que a produção e circulação da riqueza têm como perspectiva a criação de mais riquezas, não sua distribuição. Partir daqueles institutos, encarando-os de óptica outra que a jurídica, permite ao estudioso, sem abandonar os princípios informadores e regentes da sua disciplina, alargar horizontes. Para tanto é importante que o jurista não se assuste pela aparente simplicidade probatória de que servem os economistas e que advém do uso da matemática de forma constante. É preciso encontrar o fio condutor do raciocínio econômico e manter ligação dos fatos tal como encontrados no mundo, em sua concretude, com o direito como ciência do dever-ser. Ver o direito comercial como o direito dos mercados e atividades de investigação desse ramo do direito privado e, ainda que mercados e empresas, nessa perspectiva multidisciplinar, sejam estruturas pouco exploradas, sua importância é largamente reconhecida (SZTAJN, 2004, p. 28).

Ainda sobre aqueles que entendem pela correlação entre Direito e Economia, Marcia Carla Pereira Ribeiro e Irineu Galeski Junior dispõe sobre a definição de três premissas da Análise Econômica do Direito para se realizar o silogismo e obter a conclusão jurídica de acordo com os parâmetros econômicos. De acordo com os autores:

Pinheiro e Saddi afirmam que há certa identidade entre os autores no tocante à definição das premissas da Análise Econômica do Direito para se realizar o silogismo e obter a conclusão jurídica de acordo com os parâmetros econômicos. Segundo eles, a primeira premissa é reconhecer que o ser humano está disposto a aplicar seus esforços para obter o melhor para si, para ter mais satisfação à menos satisfação. Portanto, os agentes atuam de forma racional, a fim de tomar as decisões que lhe maximizem os proveitos. Como segunda premissa, quando o agente realiza o cálculo racional de qual será a conduta que lhe proporcionará o mais, considera o “sistema de preços” colocado, ou seja, se há incentivos ou não para a conduta e se a sanção imposta compensará o resultado esperado. Como terceira premissa, as regras legais funcionam como incentivos ou como formas de inibir condutas, influenciando nas decisões racionais dos indivíduos (RIBEIRO; GALESKI JUNIOR, 2009, p. 77).

Entende-se, assim, que a Análise Econômica do Direito é compatível com o ordenamento jurídico brasileiro, assim como a interação entre Direito e Economia está presente em diferentes

ramos do Direito, em busca de finalidades diversas⁷, inclusive, mas não se limitando, ao Direito Empresarial.

A Análise Econômica do Direito (AED), também conhecida como Direito e Economia ou *Law and Economics*, pode ser definida como a aplicação da teoria econômica, em especial, seu método, para o exame da formação, estruturação e impacto da aplicação das normas e instituições jurídicas (RIBEIRO; GALESKI JÚNIOR, 2009, p. 53).

Conforme dispõe Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana, “a Análise Econômica do Direito invoca a metodologia da ciência econômica junto à realidade fática do mundo jurídico” (PIMENTA; LANA, 2010, p. 98).

Seria uma tentativa de contribuir para o avanço da elaboração, interpretação e aplicação das normas jurídicas mediante sua avaliação através de critérios e métodos das ciências econômicas (PIMENTA, 2006, p. 28a).

A Análise Econômica do Direito possui duas dimensões epistemológicas, isto é, duas abordagens: uma positiva e outra normativa. A primeira (positiva) se refere aos efeitos da aplicação do Direito ao mundo real dos fatos, enquanto a segunda (normativa) busca estudar a comunicação de noções de justiça com conceitos da economia, como eficiência, maximização de riquezas e maximização de bem estar.

Veja-se o que escreve Bruno Salama:

É comum destacar duas dimensões, ou dois níveis epistemológicos, da disciplina de Direito e Economia: a dimensão positiva (ou descritiva) e a dimensão normativa (ou prescritiva). À primeira dá-se o nome de Direito e Economia Positivo, e à segunda de Direito e Economia Normativo. São duas dimensões distintas e independentes. O Direito e Economia Positivo se ocupa das repercussões do Direito sobre o mundo real dos fatos; o Direito e Economia Normativo se ocupa de estudar se, e como, noções de justiça se comunicam com os conceitos de eficiência econômica, maximização da riqueza e maximização de bem-estar (SALAMA, 2008, p. 51-52).

No mesmo sentido, dispõe Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi:

A análise econômica se divide em duas grandes abordagens: uma positiva e outra normativa. Aplicada ao direito, a primeira prediz os efeitos das várias regras legais; por exemplo, sobre como os agentes econômicos vão reagir a mudanças nas leis e na sua

⁷ Para uma análise de outros ramos do Direito que interagem com a Economia, vide: COOTER, Robert; ULEN Thomas. **Direito & Economia**. 5ª ed. Tradução: Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa. Porto Alegre: Bookman. 2010.

aplicação. Uma análise econômica positiva das regras de indenização, em matéria de responsabilidade civil, deve poder predizer os efeitos das normas de responsabilidade objetiva e subjetiva sobre as condutas (ou comportamentos) da negligência.

Já a corrente normativa vai adiante e procura estabelecer recomendações de políticas e de regras legais baseadas nas suas consequências econômicas, caso sejam adotadas. Não por outra razão, esta corrente estabelece como princípio o uso da expressão “eficiência” – extensivamente usada neste livro –, possuidora de duas conotações importantes, também discutidas adiante: a eficiência de Pareto, aquela na qual a posição de A melhora sem prejuízo da de B, e a chamada eficiência de Kaldor-Hicks, na qual o produto da vitória de A excede os prejuízos da derrota de B, aumentando, portanto, o excedente total (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 88).

Como lembra Bruno Salama, a Análise Econômica do Direito não serve para dar as respostas definitivas para os dilemas normativos. Para o autor, acreditar em tal premissa seria, inclusive, “ridículo”:

Uma parcela considerável dos estudantes, profissionais e pesquisadores do Direito que tenham qualquer nível de familiaridade com o Direito e Economia acredita que a disciplina se proponha a dar respostas definitivas para dilemas normativos. Estas pessoas acreditam, erradamente, que a disciplina contenha um conjunto de predicados do tipo “receitas de bolo” que conduzam necessariamente a modelos do tipo “juízes e legisladores de adotar a regra X na situação Y porque esta é a solução eficiente e correta para o problema Z”. Guido Calabresi já há muito observou, corretamente, que a hipótese de que o Direito e Economia possa dar as respostas definitivas para os dilemas normativos é “ridícula” (SALAMA, 2008, p. 50).

Embora a AED já tenha sido mencionada e estudada por outros estudiosos das Ciências Econômicas, como Adam Smith, ao estudar os efeitos econômicos decorrentes da formulação das normas jurídicas, e Jeremy Bentham, ao associar legislação e utilitarismo, ambos no século XVIII (SZTAJN, 2005, p. 74), foi apenas a partir da década de 1960, que a AED ganhou forças para que Direito e Economia se unificassem e se fortalecessem junto às pesquisas acadêmicas.

De acordo com Robert Cooter e Thomas Ulen:

A relação entre direito e economia não é nova, tendo sido destacada pelos economistas clássicos, principalmente Adam Smith, tanto em *Lectures on Jurisprudence* (1762) como em *The Wealth of Nations* (1776); por autores vinculados à histórica alemã, na segunda metade do século XIX; e vinculados ao movimento institucionalista norte-americano, na primeira metade do século XX. Contudo, após período de relativo afastamento, o movimento de direito e economia, caracterizado pela aplicação das teorias e métodos econômicos na análise de instituições centrais do sistema jurídico começou a ganhar força e, lentamente, crescer e se consolidar. Isto ocorreu principalmente no início dos anos 1960, tendo como palco seminal a Universidade de Chicago, de onde brotariam os principais teóricos do movimento de direito e economia nos Estados Unidos (COOTER; ULEN, 2010, p. 17).

Em 1960, Ronald Coase publicou a obra *The Problem of Social Cost*, iniciando a chamada Teoria dos Custos de Transação, obra que, em 1991, levou o autor a ser agraciado com o Prêmio Nobel de Economia. Nesta obra, Coase explicou como a introdução de custos de transação na análise econômica determina as formas organizacionais e as instituições do ambiente social. Tal medida foi relevante para demonstrar a importância do Direito na determinação de resultados econômicos (PIMENTA; BOGLIONE, 2013, p. 268).

Além da obra de Ronald Coase, acima mencionada, Guido Calabresi, professor da Universidade de Yale, ao desenvolver sua obra *Some Thoughts on Risk Distribution And Law of Torts*, também contribuiu fortemente para o avanço da AED. Calabresi demonstrou a importância da análise de impactos econômicos da alocação de recursos para a regulação da responsabilidade civil, seja no âmbito legislativo ou judicial. Com isso, sua obra inseriu a análise econômica em questões jurídicas, apontando que uma análise jurídica adequada não prescinde do tratamento econômico das questões (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 1-2).

Há de se destacar, também, que Richard Posner, com sua obra *Economic Analysis of Law*, bem como Henry Manne, George Stigler, Armen Alchian, Steven Medema, Oliver Williamson, entre outros, também contribuíram para o fortalecimento da pesquisa acadêmica acerca da Análise Econômica do Direito (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 74).

A origem da discussão contemporânea de (Direito e Economia) encontra-se nos trabalhos pioneiros de Ronald Coase, Guido Calabresi e Trimarcchi, que apontaram novos aspectos e questões para o tratamento da relação entre Direito e Economia, e, mais recentemente, na Teoria das Organizações. O primeiro, ganhador do Nobel de Economia, demonstrou como a introdução de custos de transação na análise econômica determina as formas organizacionais e as instituições do ambiente social. Coase explicou que a inserção dos custos de transação na Economia e na Teoria das Organizações implica a importância do Direito na determinação de resultados econômicos.

Segundo o Teorema de Coase, em um mundo hipotético sem custos de transação (pressuposto da Economia Neoclássica), os agentes negociarão os direitos, independentemente da sua distribuição inicial, de modo a chegar à sua alocação eficiente. Nesse mundo, as instituições não exercem influência no desempenho econômico. Ocorre que, como asseverou Coase, esse é o mundo da *blackboard economics*. Ao criticar a análise econômica ortodoxa, Coase enfatizou que, no mundo real, os custos de transação são positivos e, ao contrário do que inferem os neoclássicos tradicionais, as instituições legais impactam significativamente o comportamento dos agentes econômicos.

Guido Calabresi, jurista da Universidade de Yale, por sua vez, demonstrou a importância da análise de impactos econômicos da alocação de recursos para a regulação da responsabilidade civil, seja em âmbito legislativo ou judicial. Sua obra inseriu explicitamente a análise econômica em questões jurídicas, apontando que uma análise jurídica adequada não prescinde do tratamento econômico das questões.

Trimarcchi tratou de ajustar ao direito continental europeu, especificamente ao italiano, as regras desenvolvidas para o sistema do direito consuetudinário, demonstrando a

possibilidade de, igualmente, no que concerne ao direito codificado, adotarem-se critérios que induzam as pessoas a buscar eficiências alocativas.

Tais autores deram o passo inicial para a fundação do movimento de *Law and Economics*, desenvolvido, posteriormente, com a contribuição de Richard Posner, Gary Becker e Henry Manne (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 1-2).

Neste sentido, destaca-se o que dizem Robert Cooter e Thomas Ulen:

O marco teórico da proposição do paradigma contemporâneo do estudo integrativo direito-economia reside nos trabalhos pioneiros de Ronald Coase (Universidade de Chicago), *The Problem of Social Cost* (1960), de Guido Calabresi (Universidade de Yale), *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts* (1961) e Gary Becker (Universidade de Chicago), *Crime and Punishment: Na Economic Approach* (1968). O marco teórico principal da aceitação do movimento de direito e economia e de sua divulgação reside no trabalho de Richard Posner (Universidade de Chicago), *Economic Analysis of Law* (1973). Contudo, não devemos esquecer a influência marcante de Aaron Director na Universidade de Chicago desde a segunda metade dos anos 1940. Outro marco importante foi a criação, também na Universidade de Chicago, do *Journal of Law and Economics* em 1958, que se tornou o principal meio de divulgação dos trabalhos e pesquisas na área (COOTER; ULEN, 2010, p. 17).

O estudo da Economia auxilia, e muito, a aplicação do Direito junto à sociedade. É através da Economia que se estuda como a sociedade administra e aloca os seus recursos, recursos estes que são escassos⁸.

Sobre a importância da Economia para a alocação de recursos escassos, veja-se o que diz Gregory Mankiw:

O gerenciamento dos recursos da sociedade é importante porque estes são escassos. Escassez significa que a sociedade tem recursos limitados e, portanto, não pode produzir todos os bens e serviços que as pessoas desejam ter. Assim como uma família não pode dar a seus membros tudo o que eles desejam, uma sociedade não pode dar a cada membro um padrão de vida alto ao qual eles aspirem.

Economia é o estudo de como a sociedade administra seus recursos escassos. (...). Assim sendo, os economistas estudam como as pessoas tomam decisões (...). Estudam também como as pessoas interagem umas com as outras. Por fim, os economistas analisam as forças e tendências que afetam a economia como um todo, incluindo o crescimento da renda média, a parcela da população que não consegue encontrar trabalho e a taxa à qual os preços estão subindo (MANKIW, 2009, p. 4).

Nesta senda, busca-se com o estudo da Análise Econômica do Direito, elaborar, interpretar e aplicar a metodologia da ciência econômica às relações jurídicas, de modo a reduzir os custos de transação e alcançar a eficiência econômica.

⁸ “(...) A escassez implica escolhas e custos de oportunidade. Escolher a melhor forma de empregar recursos escassos é o problema básico de toda sociedade economicamente organizada” (ROSSETTI, 2006, p. 87).

Eficiência, nas palavras de Bruno Salama, “diz respeito à maximização de ganhos e minimização de custos”. Assim, de acordo com o autor, “um processo será considerado eficiente se não for possível aumentar os benefícios sem também aumentar os custos” (SALAMA, 2008, p. 55). Logo, pode-se dizer que a Análise Econômica do Direito tem como finalidade, a busca pela eficiência econômica⁹, que é alcançada com a maximização de ganhos e minimização de custos.

O custo de transação¹⁰ possui suma importância, pois é fundamental para o sucesso do empresário, já que é representado pelo valor monetário e pelo tempo despendido para celebrar as transações jurídicas, seja para planejá-las, seja para efetivá-las em seus efeitos. Pode-se dizer, assim, que o custo de transação é aquilo de que se necessita abrir mão, pagar, ou gastar tempo e dinheiro, para efetivação, manutenção, precaução, alienação ou cessão dos efeitos jurídicos de uma relação contratual (LANA, 2017, p. 63).

De acordo com Ronald Coase:

Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar, bem como sobre as condições sob as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para se assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos (COASE, 2008, p. 12).

De acordo com Eduardo Goulart Pimenta (2010, p. 22-23), “custos de transação consistem naquilo que se precisa pagar ou de que se deve abrir mão para constituir, manter, proteger ou transferir os direitos e deveres decorrentes de uma relação contratual”.

Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi conceituam os custos de transação como:

⁹ Além destes entendimentos sobre o que seria eficiência, há, também, o entendimento jurídico econômico do instituto, de acordo com a Teoria da Constituição Econômica, prevista no artigo 170, da Constituição Federal, em que a eficiência corresponde à implantação e a efetivação do maior número de direitos fundamentais para o maior número de pessoas. Na presente pesquisa, será estudada a eficiência econômica como ferramenta metodológica da Análise Econômica do Direito, e não a eficiência como princípio jurídico do Direito Econômico, previsto no artigo 170, da Constituição Federal de 1988. Para um estudo aprofundado sobre a eficiência de acordo com a Teoria da Constituição Econômica, vide: SOUZA, Washington Peluso Albino de. **Teoria da Constituição Econômica**. Belo Horizonte: Del Rey, 2002.

¹⁰ Foi Ronald Coase quem primeiro chamou a atenção para a importância dos custos envolvidos na interação humana. Em seu artigo publicado em 1937, ele analisou como tais custos influíam na divisão entre as transações que eram realizadas dentro da empresa (e das organizações em geral) e aquelas que ocorriam no mercado entre empresas (ou organizações) distintas (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 62).

Custos incorridos pelos agentes econômicos na procura, na aquisição de informação e na negociação com outros agentes com vistas à realização de uma transação, assim como na tomada de decisão acerca da concretização ou não da transação e no monitoramento e na exigência do cumprimento, pela outra parte, do que foi negociado (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 75).

Na mesma esteira, estes autores também explicam que os custos de transação compreendem os custos com a realização de cinco atividades necessárias para viabilizar a concretização de uma transação, quais sejam, a busca pela informação, a negociação, a realização e formalização dos contratos, o monitoramento dos parceiros contratuais e, por fim, a correta aplicação do contrato. Em suas palavras:

Os custos de transação compreendem, portanto, os custos com a realização de cinco atividades que tendem a ser necessárias para viabilizar a concretização de uma transação. Primeiro, a atividade da busca pela informação sobre regras de distribuição de preço e qualidade das mercadorias; sobre insumos de trabalho e a busca por potenciais compradores e vendedores, assim como de informação relevante sobre o comportamento desses agentes e a circunstância em que operam. Segundo, a atividade da negociação, que será necessária para determinar as verdadeiras intenções e os limites de compradores e vendedores na hipótese de a determinação dos preços ser endógena. Terceiro, a realização e a formalização dos contratos, inclusive o registro nos órgãos competentes, de acordo com as normas legais, atividade fundamental do ponto de vista do direito privado, já que é o que reveste o ato das garantias legais. Quarto, o monitoramento dos parceiros contratuais com o intuito de verificar se aquelas formas contratuais estão sendo devidamente cumpridas, e a proteção dos direitos de propriedade contra a expropriação por particulares ou o próprio setor público. Finalmente, a correta aplicação do contrato, bem como a cobrança de indenização por prejuízos às partes faltantes ou que não estiverem seguindo corretamente suas obrigações contratuais, e os esforços para recuperar o controle de direitos de propriedade que tenham sido parcial ou totalmente expropriados (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 62).

Logo, a eficiência consiste em diminuir ao máximo os custos de transação, para que, cada vez mais, sejam celebrados contratos e cada vez mais haja organização e acúmulo dos fatores de produção, resultando em maximização de riquezas, que são representadas pelo lucro. Neste sentido:

Como se nota, considerando-se o aspecto dinâmico da empresa, esta é um feixe coordenado de relações jurídicas estabelecidas por contratos e, diante disso, por uma abordagem econômica, a eficiência consiste em diminuir ao máximo os custos de transação, para que, cada vez mais sejam celebrados contratos e cada vez mais haja organização, acúmulo dos fatores de produção, resultando em maximização de riquezas representadas pelo lucro (LANA, 2017, p. 78).

Conforme preleciona Eduardo Goulart Pimenta:

A eficiência do Direito está em minimizar (ou hipoteticamente, acabar) com os custos de transação - mediante redução ou eliminação das dificuldades e gastos para contratação - de forma que, no exercício da empresa, haja uma maior quantidade e qualidade de trocas e relações jurídicas destinadas à organização dos fatores de produção. Sob um enfoque econômico a disciplina jurídica da empresa deve se preocupar em procurar reduzir ao máximo os custos que os empresários enfrentam para concretizar as relações jurídicas destinadas à organização dos fatores de produção (PIMENTA, 2010, p. 33).

Acredita-se que, ao realizar um investimento em uma *startup*, busca-se investimentos com baixos custos de transação, de modo que a alocação de recursos seja feita de maneira eficiente, maximizando riquezas e aumentando o lucro. Afinal, conforme Rodrigo Almeida Magalhães, “empresa sem lucro não sobrevive, deixa de funcionar” (MAGALHÃES, 2008, p. 10).

Existem duas conotações importantes de eficiência conhecidas e utilizadas pelos estudiosos da AED: a eficiência de Pareto, aquela na qual a posição de A melhora sem prejuízo da posição de B, bem como a chamada eficiência *Kaldor-Hicks*, na qual o produto da vitória de A excede os prejuízos da derrota de B, aumentando, portanto, o excedente total (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 88).

Acerca do conceito de eficiência, a teoria econômica apresenta dois modelos mais conhecidos: o de Pareto e o de Kaldor-Hicks. Sobre estes dois construtos, Sztajn leciona que o primeiro é mais usual, segundo o qual os bens são transferidos de quem os valoriza menos para aqueles que lhes atribuem maior valor. Portanto, seria a troca em que numa determinada sociedade alguém tivesse sua condição melhorada sem que houvesse a piora na condição de outrem. Outrossim, o segundo critério, de Kaldor e Hicks, parte da premissa de que as normas devem ser planejadas com objetivo de causar o máximo de bem-estar para o maior número de pessoas, de modo que os ganhos totais compensem, de forma teórica, as eventuais perdas sofridas por alguns. (RIBEIRO; GALESKI, 2009, p. 86).

A eficiência de Pareto significa que os bens devem ser transferidos de quem os valoriza pouco, em favor daqueles que mais os valorizam (SZTAJN, 2005, p. 76). Ou seja, em Pareto, a eficiência se dá nas transações que melhorem a situação de um agente econômico, sem piorar a situação de outrem.

Segundo Eduardo Goulart Pimenta e Stefano Boglione, o conceito de eficiência para Pareto:

Pode ser traduzido no ponto de equilíbrio no qual não é possível melhorar a situação de um agente sem piorar a situação de pelo menos outro agente econômico, ou seja, a posição de uma parte A melhora sem a constatação de prejuízo da posição de uma parte B. Ou, ainda, mais precisamente, quando não há mudanças suficientes a satisfazer uma pessoa em melhor situação, sem deixar outras em situação pior. Em Pareto, o padrão ótimo de eficiência se dá quando os agentes econômicos têm acesso aos bens que mais

valorizam, através de um sistema de trocas ou alocação de recursos (PIMENTA; BOGLIONE, 2013, p. 268).

Ainda sobre a eficiência em Pareto, Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi explicam que uma alocação de recursos será Pareto eficiente quando “não há mudança que melhore a situação de um agente sem piorar a situação de pelo menos um outro agente”. (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 120).

O ponto primordial da eficiência em Pareto é demonstrar que as transações podem ser tão eficientes ao ponto de que seria impossível realizar qualquer transação em que as partes sofreriam prejuízos.

Neste sentido, explicam Luciano Benetti Timm e João Francisco Menegol Guarisse:

Em segundo lugar, os contratos geram riqueza na sociedade, na medida em que levam os bens para aqueles que mais os valorizam. No jargão da ciência econômica, os contratos levam a melhorias de Pareto. Isso significa que, dada uma alocação inicial de bens entre um grupo de indivíduos, somente ocorrerão mudanças de alocação que satisfaçam dois requisitos: (i) deixem pelo menos um indivíduo em melhor situação; e (ii) não deixem nenhum indivíduo em pior situação. O ótimo de Pareto caracteriza-se quando se chega a uma situação em que nenhuma outra melhoria de Pareto é possível (TIMM; GUARISSE, 2012, p. 164).

Em contrapartida, a eficiência Kaldor Hicks significa que as leis positivadas “devem ser utilizadas para causar o máximo de bem estar, em relação ao maior número de indivíduos, na medida em que os ganhos gerais compensem as possíveis perdas sofridas individualmente por alguns” (PIMENTA; LANA, 2010, p. 107).

Nas palavras de Eduardo Goulart Pimenta e Stefano Boglione:

Tem-se a Eficiência de Kaldor-hicks, portanto, quando o produto da vitória de A excede os prejuízos da derrota de B, aumentando, portanto, o excedente total. Haverá um ganho real no bem-estar da sociedade quando a redistribuição da riqueza importe que os agentes econômicos não desejem retornar à posição original, embora ainda recebessem, em dinheiro, o valor correspondente ao acréscimo em seus bens e serviços (PIMENTA; BOGLIONE, 2013, p. 268).

Portanto, de acordo com a Análise Econômica do Direito, as partes devem tomar decisões que acarretem maior bem-estar¹¹, ou seja, devem agir em prol da eficiência.

¹¹ “O pensamento econômico funda-se no pressuposto de que os agentes econômicos são racionais e, portanto, agem racionalmente, e que os recursos são escassos e têm valor, a busca da melhor, mais eficiente alocação, a maximização de seu uso, deve produzir o máximo de bem estar. Da combinação desses pressupostos, resulta que os agentes, de forma racional, tentam maximizar sua satisfação individual, transferindo seus recursos para aquelas posições e/ou situações que lhe ofereçam o máximo bem-estar ou mínimo de prejuízo” (SZTAJN, 1998, p. 9-29).

Seguindo esta linha de raciocínio, Irineu Galeski Junior e Márcia Carla Pereira Ribeiro salientam que o indivíduo deve aplicar a decisão que causar o maior bem-estar, tendo em vista que a Análise Econômica do Direito tem por foco a busca do melhor bem-estar, da melhor alocação possível de bens, conduzindo ao bem-estar dentro dos limites (RIBEIRO; GALESKI JÚNIOR, 2009, p. 89).

Noutro norte, Bruno Salama (SALAMA, 2008, p. 54-55) bem sintetiza as ferramentas metodológicas que podem ser usufruídas no estudo do Direito e Economia, inclusive quanto ao tema deste trabalho, quais sejam, escassez, maximização racional, equilíbrio, incentivos e eficiência. Quanto à escassez, entende-se que, se os recursos fossem infinitos, não seria necessário equacionar a sua alocação. Logo, todos poderiam ter tudo o que quisessem, na quantidade que quisessem. Já em relação à maximização racional, esta se refere à opção por escolhas que atendam aos interesses pessoais dos indivíduos. Assim, os indivíduos calculam para alcançar os maiores benefícios com os menores custos, levando ao processo de decisão marginalista, que quer dizer que, nos processos de tomada de decisão e realização de escolhas, os indivíduos só realizarão o próximo passo de uma atividade se os benefícios desta excederem os seus custos¹². Já no que tange ao equilíbrio, este é o padrão comportamental interativo que se atinge quando todos os atores estão maximizando seus próprios interesses simultaneamente. E quanto aos incentivos, são preços implícitos, tendo em vista que os indivíduos procuram realizar escolhas que maximizem seus benefícios com a consequente redução dos custos. Em relação a eficiência que, como já foi dito, refere-se à maximização de ganhos e minimização de custos. Assim, um processo será eficiente se for possível aumentar os benefícios sem aumentar os custos (SALAMA, 2008, p. 54-55).

Resumidamente, trata-se do seguinte:

1. Escassez. Os indivíduos vivem em um mundo de recursos escassos. Se os recursos fossem infinitos, não haveria o problema de se ter que equacionar sua alocação; todos poderiam ter tudo o que quisessem e nas quantidades que quisessem. Mas num mundo de recursos escassos os indivíduos precisam realizar escolhas.
2. Maximização racional. Os indivíduos farão escolhas que atendam seus interesses pessoais, sejam esses interesses quais forem. Assim, na formulação de teorias, se partirá da premissa de que os indivíduos calculam para alcançarem os maiores benefícios aos

¹² Neste sentido, cita-se Robert Cooter: Economistas geralmente presumem que cada ator econômico maximiza algo: consumidores maximizam utilidade (i.e. felicidade ou satisfação); empresas maximizam lucros, políticos maximizam votos, burocracias maximizam receitas, instituições de caridade maximizam bem-estar social, e assim por diante. Economistas frequentemente dizem que modelos que assumem comportamento maximizador funcionam porque as pessoas são racionais, e racionalidade requer maximização (COOTER, 200, p. 10, tradução nossa)

menores custos. Essa suposição de maximização racional leva ao chamado processo de “decisão marginalista”. Isso quer dizer que, nos processos de tomada de decisão e realização de escolhas, os indivíduos realizarão a próxima unidade de uma dada atividade se, e somente se, os benefícios dessa próxima unidade excederem seus custos.

3. Equilíbrio. O equilíbrio é o padrão comportamental interativo que se atinge quando todos os atores estão maximizando seus próprios interesses simultaneamente. Uma lei, por exemplo, é o resultado que surge – é um ponto de equilíbrio, portanto – quando todos os agentes políticos estão maximizando seus interesses através do processo político.

4. Incentivos. Incentivos são preços implícitos. Nos mercados, indivíduos procuram maximizar seus benefícios realizando escolhas que minimizem seus custos e maximizem seus benefícios. Assim, consumidores geralmente irão consumir menor quantidade de um bem quando o preço subir, e maior quantidade quando o preço cair. Já os produtores geralmente seguirão o caminho inverso (produzirão maior quantidade quando o preço subir e menor quantidade quando o preço cair). As condutas humanas, inseridas em determinado contexto institucional, podem seguir uma dinâmica parecida. [...]

5. Eficiência. O termo “eficiência” tem diversas acepções. Neste trabalho, eficiência diz respeito à maximização de ganhos e minimização de custos. Dessa ótica, um processo será considerado eficiente se não for possível aumentar os benefícios sem também aumentar os custos (SALAMA, 2008, p. 54-55).

De acordo com Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana (2010, p. 103-109), o mercado é o melhor ambiente para conseguir a melhor alocação de bens. Porém, o mercado também apresenta falhas, que impedem e atrapalham a alocação eficiente dos recursos escassos¹³. Neste cenário, o Direito tem como função acabar com as falhas de mercado, ou reduzir os seus efeitos, de modo que seja possível realizar transações e a alocação de bens de maneira mais eficiente.

De acordo com Ribeiro e Galeski Junior:

Outra premissa que os adeptos da Análise Econômica do Direito devem considerar se refere à existência de falhas de mercado que impedem que todas as relações econômicas possam alcançar a melhor eficiência apenas pela transação entre os agentes. Essas falhas devem ser consideradas e dirimidas, quando possível, pelas regras jurídicas.

(...)

Entretanto, a alocação eficiente de recursos nem sempre é conseguida no âmbito do mercado. Para que isso fosse possível, os mercados deveriam ser perfeitamente competitivos e não poderia existir nenhum fator ou elemento que representasse imperfeição. A realidade mostra que existem casos em que não se verifica o resultado eficiente: ou porque ocorrem situações de concorrência imperfeita ou por ausência de elementos próprios de concorrência perfeita (monopólios); ou porque as relações econômicas tratam de bens públicos (cuja utilização por algum indivíduo não exclui a utilização por outros; ou porque ocorrem externalidades (em virtude das quais os preços não cobrem os custos de todos os recursos econômicos utilizados e não se ajustam aos custos marginais de produção).

Portanto, diante dessas falhas de mercado, o papel do Direito, para a Análise Econômica,

¹³ Embora a mão invisível geralmente leve os mercados a alocar os recursos de forma eficiente, isso nem sempre acontece. Economistas usam a expressão falha de mercado para se referir a uma situação em que o mercado, por si só, não consegue produzir uma alocação eficiente de recursos (MANKIW, 2009, p. 11).

é minimizar seus efeitos, para que as relações econômicas sejam as mais eficientes possíveis (RIBEIRO; GALESKI JUNIOR, 2009, p. 93).

Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi (2005, p. 256-258) citam três premissas que fazem com que, em um mundo idealizado, o mercado seja eficiente: (i) não houvesse, entre os agentes econômicos¹⁴, interações que não fossem intencionais e de comum acordo; (ii) a informação fosse total e igualmente disponível a todos e (iii) houvesse um número muito grande de empresas competindo em condições semelhantes. Uma vez ausente uma destas três premissas, ocorrerão falhas de mercado, deixando este de ser eficiente.

Dentre as falhas de mercado existentes, nesta dissertação, será abordada apenas a assimetria de informações, pois esta falha de mercado está diretamente relacionada a investimentos em *startups*.

A assimetria de informações, de acordo com Robert Cooter e Thomas Ulen (2010, p. 63), consiste na falha de mercado em que há “um desequilíbrio de informações entre as partes envolvidas numa troca ou intercâmbio, um desequilíbrio tão grave que impede a troca”.

Os autores exemplificam:

Para ilustrar: ocorre muitas vezes que os vendedores sabem mais sobre a qualidade dos bens do que os compradores. Por exemplo, uma pessoa que coloca seu carro à venda sabe bem mais sobre suas peculiaridades do que um comprador em potencial. De modo semelhante, quando um banco apresenta um contrato de abertura de conta para ser assinado por uma pessoa que está abrindo uma conta corrente, o banco sabe muito mais do que o cliente sobre as consequências jurídicas do contrato (COOTER; ULEN, 2010, p. 64).

A assimetria de informações consiste, então, em uma falha de mercado oriunda da ausência de informações completas nas transações realizadas pelas partes. De acordo com Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi:

Quando os agentes econômicos realizam trocas com base em informações incompletas sobre os custos e benefícios que cada um terá como resultado de uma transação, o mercado falha e, por conta própria, não maximiza o bem-estar social. Um caso em que isso ocorre é quando há uma assimetria de informação entre os agentes, isto é, quando uma das partes na transação sabe mais sobre o bem ou serviço transacionado do que a outra. Um caso clássico é aquele em que o vendedor sabe mais sobre o produto que comercializa do que o comprador, por exemplo, na venda de um carro usado. Só o dono sabe se, onde e como o carro sofreu algum acidente, se apresenta problemas no motor, etc. O potencial comprador só vê um carro polido e lustroso, em ótimo estado. (este é o

¹⁴ De acordo com Eduardo Goulart Pimenta (2020b, p. 76), agentes econômicos são “quaisquer entes dotados de capacidade para validamente adquirir direitos ou contrair obrigações. São, em termos jurídicos, sujeitos de Direito”.

argumento debatido na obra *The Market for “lemons”: quality uncertainty and the Market mechanism*, do prêmio Nobel de Economia George Akerlof.) Outro exemplo são as emissões primárias de ações ou títulos de dívida corporativa, circunstância em que a empresa sabe muito mais sobre sua verdadeira situação financeira do que os potenciais investidores (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 259).

Ribeiro e Galeski Junior (2009, p. 94-95) relatam que “se em um negócio determinado uma das partes tem informações mais adequadas que a outra sobre o objeto da transação, podem ocorrer situações indesejadas”, razão pela qual “a assimetria de informação é um entrave à obtenção de relações econômicas mais eficientes”.

Capanema disserta sobre a assimetria de informações dentro das companhias, especificamente entre administradores e acionistas. De acordo com a autora:

Trazendo para a realidade das companhias, a assimetria informacional entre os administradores e acionistas é considerada uma assimetria informacional grave, pois os administradores vivenciam a rotina, tem pleno conhecimento de toda a situação financeira, gerencial e contábil da companhia. Já os acionistas, por mais que sejam presentes e empenhados em participar e fiscalizar, através da Assembleia Geral, ainda que tenham acesso a relatórios contábeis e pareceres de auditores externos, sempre haverá uma assimetria informacional, principalmente se levar em conta a prática de administradores divulgarem informações contábeis que não condizem com a realidade econômica e financeira da sociedade (CAPANEMA, 2017, p. 56-57).

Especificamente sob o ponto de vista do investidor, a Autora aduz que no momento em que tiver conhecimento de que as informações não são confiáveis a assimetria informacional levará a falha de mercado, à medida que o investidor não decidirá por maximizar seus interesses devido a incerteza do resultado (CAPANEMA, 2017, p. 56-57).

Capanema explica, ainda, que pela Teoria dos Jogos¹⁵, “esta assimetria informacional entre os jogadores é uma falha de mercado grave, pois se a disparidade informacional entre as partes for expressiva, pode impedir o jogo e provocar um desequilíbrio de mercado” (2017, p. 56-57).

¹⁵ De acordo com Ronald O. Hilbrecht: “Teoria dos jogos diz respeito à análise de comportamento estratégico em que os tomadores de decisão interagem, sendo que o resultado de suas ações depende também das ações dos outros. Teoria dos jogos assume que os tomadores de decisão (também chamados de jogadores ou agentes) são racionais, o que significa que: (i) eles sabem quais são seus objetivos e preferências; (ii) eles sabem quais são as limitações e restrições relevantes às suas ações; e (iii) eles conseguem escolher a melhor ação possível dados seus objetivos e preferências e respeitadas as limitações e restrições relevantes. Em outras palavras, a teoria dos jogos é a ciência do comportamento racional em situações em que existe interação, ou interdependência, entre os agentes (HILBRECHT, 2012, p. 115).

Daí a importância de as partes fornecerem informações claras e completas quando da realização das transações. Afinal, quando as partes estão simetricamente informadas, a tendência é que a transação seja concretizada. De acordo com Rafael Bicca Machado e Jean Carlos Dias:

Em outras palavras, quando as partes estão simetricamente informadas a tendência é uma negociação muito próxima da compensação ideal, considerando a ponderação das expectativas de ambas as partes. De outro lado, quanto mais assimétrica a informação, maior é a tendência de que a parte que detém os melhores dados consiga alcançar seu interesse. O compartilhamento de informações, por isso, é um fator importante não tanto para uma análise da possibilidade de concretização de uma transação, mas para verificar o quanto esse mesmo ajuste se aproxima dos valores cogitados por ambas as partes envolvidas (MACHADO; DIAS, 2012, p. 398).

Assim, através da Análise Econômica do Direito, busca-se eliminar ou diminuir as falhas de mercado, dentre elas, a assimetria de informações, visando obter cada vez mais eficiência e perfeição quando da alocação dos recursos escassos disponíveis (PIMENTA; LANA, 2010, p. 103).

Este é, inclusive, o objetivo de um investimento realizado em *startup*. Afinal, acredita-se que os investidores almejam alocar os seus recursos, que são escassos, de forma eficiente, em *startups* promissoras, em busca do exponencial retorno financeiro decorrente do sucesso do empreendimento¹⁶.

Ainda sobre a assimetria de informações, Antônio José Maristrello Porto (PORTO, 2017, p. 33) disserta que a assimetria de informações lida com o estudo de decisões dos agentes econômicos em transações em que uma das partes tem a informação mais ou melhor que a outra. De acordo com o autor, essa assimetria cria um desequilíbrio de poder que pode levar a problemas de alocação de recursos.

O ecossistema das *startups* também pode estar sujeito às falhas de mercado, concernentes às informações assimétricas, que acarreta em problemas que tornam o investimento ineficiente. E é exatamente para este rumo que a presente pesquisa será direcionada.

Portanto, verifica-se que a Análise Econômica do Direito detém ferramentas metodológicas úteis para a melhor elaboração e fundamentação da dissertação aqui desenvolvida.

¹⁶ “O fato é que ninguém inicia um negócio desejando fracassar e ninguém concede ou faz um investimento em um empreendimento desejando ter prejuízo! Portanto, eis aqui os dilemas vivenciados e que fomentam a relação entre os criadores (empreendedores) e os investidores de uma startup: o desejo de sucesso e lucro, a necessidade de financiamento e apoio técnico, e, o zelo para com os passos e possíveis riscos – inclusive, para com os contratos que serão selados e a escolha de uma estrutura jurídica que melhor se torne adequada às necessidades do negócio em formação” (MAGALHÃES; VILAÇA; FANTINI, 2021, p. 87).

3 STARTUPS: DIREITO, INOVAÇÃO, TECNOLOGIA E ECOSISTEMA EMPREENDEDOR

As *startups*, são o objeto central de estudo da presente dissertação. Em razão disso, faz-se necessário dedicar um capítulo para expor os seus pontos mais relevantes. Assim, neste capítulo, será feita uma abordagem histórica e conceitual sobre as *startups*. Além disso, também serão abordados os seus aspectos legais e societários.

3.1 Histórico e definição

Atualmente, as *startups* estão em voga no cenário econômico mundial. Empreendedores, dispostos a assumir o risco de desenvolver um produto ou serviço inovador em condição de extrema incerteza, à frente de empreendimentos embrionários, estão se destacando cada vez mais dentre as sociedades empresárias tradicionais e já consolidadas.

Embora a expressão “*startup*” tenha passado a ser usada com maior frequência no início do século XXI, quando a ideia de uma estrutura de negócio inovadora e incerta passou a ser algo mais evidente, principalmente em razão do desenvolvimento tecnológico e avanço da internet, a terminologia “*startup*” já era utilizada em meados de 1970¹⁷, em alguns atos legislativos dos Estados Unidos da América voltados para a reforma de tributos aplicáveis a pequenos negócios (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 21).

Foi com o surgimento das chamadas empresas “pontocom” e a posterior bolha por elas criada¹⁸, que as *startups* ficaram ainda mais evidentes e populares, estando diretamente associadas ao empreendedorismo, inovação e tecnologia. O navegador Mosaic, que posteriormente se tornou Netscape, lançado em 1993, a Yahoo, que abriu o seu capital em 1996, e a Amazon, que o fez em 1997, foram *startups* que contribuíram para a euforia do mercado financeiro à época.

Neste sentido, disserta Peter Thiel:

¹⁷ Embora a origem do termo *startup* no contexto dos negócios seja incerta, esta terminologia também foi utilizada em um artigo publicado na Revista Forbes nos idos 1976. Tal artigo cuidava do desenvolvimento do setor de processamento de dados, abordando as *startups* como empresas de rápido crescimento no campo da tecnologia” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 09).

¹⁸ De acordo com Peter Thiel (2014, p. 25), durante a bolha das “pontocom”, a NASDAQ atingiu o pico de 5.048 pontos em meados de março de 2000 e depois desabou para 3.321 pontos em abril do mesmo ano. Posteriormente, o mesmo índice chegou a atingir 1.114 pontos em outubro de 2002.

A internet mudou isso tudo. O navegador Mosaic foi oficialmente lançado em novembro de 1993, dando às pessoas comuns um meio de navegarem na internet. Mosaic se tornou Netscape, que lançou seu navegador Navigator no final de 1994. A adoção do Navigator aumentou tão rápido – de uns 20% do mercado de navegadores em janeiro de 1995 a quase 80% em menos de 12 meses – que a Netscape pôde fazer um IPO [oferta pública inicial de ações] em agosto de 1995, embora ainda nem fosse rentável. Em cinco meses, o valor da ação da Netscape disparou de 28 para 174 dólares. Outras empresas de tecnologia vinham tendo uma alta repentina também. O Yahoo! abriu o capital em abril de 1996 avaliado em 848 milhões de dólares. Depois veio a Amazon, em maio de 1997, a 438 milhões de dólares. Na primavera de 1998, as ações das duas empresas haviam mais que quadruplicado. Os céticos questionavam os lucros e as receitas mais altos do que os de quaisquer empresas fora da internet. Era fácil concluir que o mercado enlouquecera (THIEL, 2014, p. 20).

Mas, afinal, o que seria uma *startup*? Uma startup possui características próprias, que as diferenciam de outros empreendimentos. Não é um novo tipo societário, tal como sociedade limitada ou sociedade anônima, mas sim um estágio de desenvolvimento de um empreendimento, que seria o estágio inicial. Daí a expressão “*empresas nascentes*”, como escreve Eduardo Goulart Pimenta (PIMENTA, 2020a, p. 343). Para uma *startup*, não basta realizar a circulação organizada de bens e serviços como uma empresa comum¹⁹.

É preciso que ela esteja em uma etapa inicial do seu desenvolvimento, se exponha a riscos e incertezas. De acordo com Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana:

Uma importante premissa precisa ser delineada: uma startup não deve considerada apenas como um tipo de empresa, tampouco como um estágio de uma. Startups podem ser consideradas, na realidade, uma combinação de ambas ideias: um tipo de empresa, desde que esta esteja em um determinado estágio de desenvolvimento. Logo, para que uma empresa possa ser enquadrada no conceito de startup, não basta ela se organizar ou fornecer um produto ou serviço de forma diferente das outras; ela também precisa estar em determinada etapa de maturação a qual permita que assim seja chamada (PIMENTA; LANA, 2021, p. 11).

Qualquer empreendimento que esteja em fase embrionária²⁰ e tenha como características a criação de um produto ou serviço inovador, que seja repetível, escalável e com potencial de rápido e constante crescimento, atuando em um ambiente de extrema incerteza, pode ser considerado uma *startup*. É como ensina Éderson Garin Porto (2018, p. 27), ao afirmar que

¹⁹ Empresa é uma atividade econômica organizada destinada à produção ou circulação de bens ou serviços, conforme artigo 966, do Código Civil.

²⁰ Magalhães, Vilaça e Fantini destacam que, embora seja uma atividade empresarial inicial, não há um tempo mínimo para que o empreendimento deixe de ser considerado uma *startup* (MAGALHÃES; VILAÇA; FANTINI, 2021, p. 86).

“qualquer negócio que desafia o óbvio e flerta com o desafio, buscando a inovação é, por definição, uma Startup”.

O conceito base de *startup*, que é usado como um pilar por grande parte dos autores que escrevem sobre o tema, é o trazido por Eric Ries, autor do *best seller* A Startup Enxuta (*The Lean Startup*). Nesta obra, Ries define *startup* como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, 2012, p. 26). O Autor destrincha este conceito, ao argumento de que a parte mais importante nesta definição é o que ela omite, já que, segundo o autor, o conceito de *startup* não diz respeito ao tamanho da empresa, a sua atividade ou o seu setor da economia.

Neste diapasão, qualquer pessoa que esteja criando um novo produto ou negócio sob condições de extrema incerteza, é um empreendedor, ainda que trabalhe em uma entidade governamental, uma empresa apoiada por capital de risco, uma empresa sem fins lucrativos ou uma empresa voltada para a obtenção de lucro (RIES, 2012, p. 26).

Do conceito apresentado por Eric Ries, destaca-se, sob a ótica do autor, os termos instituição, produto, inovação e extrema incerteza como caracterizadores de uma *startup*:

A palavra instituição conota burocracia, processo, até letargia. Como isso pode ser parte de uma startup? No entanto, as startups bem-sucedidas estão repletas de atividades associadas ao desenvolvimento de instituições: contratação de funcionários criativos, coordenação das atividades deles, e criação de uma cultura empresarial que gera resultados.

Frequentemente, perdemos de vista o fato de que uma startup não consiste num produto, numa inovação tecnológica ou até mesmo numa ideia brilhante. Uma startup é maior do que a soma de suas partes; é uma iniciativa intensamente humana.

O fato de que o produto ou serviço da startup é uma nova inovação também é parte essencial da definição, e também uma parte delicada. Prefiro empregar a definição mais ampla de produto, aquela que abrange qualquer fonte de valor para as pessoas que se tornam clientes.

Qualquer coisa que os clientes vivenciam da interação com uma empresa deve ser considerada parte do produto daquela empresa. Isso é verdade em relação a uma quitanda, um site de comércio eletrônico, um serviço de consultoria e uma entidade de serviço social sem fins lucrativos. Em todos os casos, a organização se dedica a revelar uma nova fonte de valor para os clientes e se preocupa com o impacto do seu produto sobre esses clientes.

Também é importante que a palavra inovação seja compreendida amplamente. As startups utilizam muitos tipos de inovação: descobertas científicas originais, um novo uso para uma tecnologia existente, criação de um novo modelo de negócios que libera um valor que estava oculto, ou a simples disponibilização do produto ou serviço num novo local ou para um conjunto de clientes anteriormente mal atendidos. Em todos esses casos, a inovação é o cerne do sucesso da empresa.

Há mais uma parte importante dessa definição: o contexto no qual a inovação acontece. A maioria das empresas – grandes e pequenas – estão excluídas desses contextos. As startups são projetadas para enfrentar situações de extrema incerteza. Abrir uma nova

empresa, que seja um clone exato de um negócio existente, copiando modelo de negócios, precificação, cliente-alvo e produto, pode até ser um investimento econômico atraente, mas não é uma startup, pois seu sucesso depende somente da execução – tanto que esse sucesso pode ser modelado com grande exatidão. (Eis por que tantas pequenas empresas podem ser financiadas com simples empréstimos bancários; o nível de risco e incerteza são tão bem entendidos que um analista de crédito pode avaliar suas perspectivas futuras.)

A maioria das ferramentas da administração geral não são projetadas para florescer no solo adverso da extrema incerteza, no qual as startups vicejam. O futuro é imprevisível, os clientes testemunham um conjunto crescente de alternativas, e o ritmo da mudança está sempre aumentando. No entanto, a maioria das startups – tanto em garagens quanto em empresas – ainda é administrada por meio de prognósticos padrão, marcos de produtos e planos de negócios detalhados (RIES, 2012, p. 26-27).

Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018, p. 31) dão um conceito semelhante, porém mais abrangente, sobre o que é uma *startup*. Para os autores, uma *startup* é “um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios, baseado em tecnologia, repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza”.

A inovação de um produto ou serviço, somado à condição de extrema incerteza para o seu desenvolvimento e comercialização são traços marcantes das startups, que fazem com que elas se destaquem, sejam reconhecidas e diferenciadas das demais organizações empresárias, que exercem a empresa de maneira tradicional.

Ainda, Edgar Vidigal de Andrade Reis define a *startup* como:

Negócios recém-construídos, 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).

Para Eduardo Goulart Pimenta (2017, p. 26), a peculiaridade da *startup* está “no fato de pautar suas atividades a partir da tecnologia, que se reflete no oferecimento de inovadores produtos ou serviços ao mercado”.

Com base na bibliografia consultada, é possível afirmar que as *startups* tem características em comum, características estas que são primordiais para distinguir as empresas nascentes de empresas consolidadas ou empreendimentos tradicionais. Uso constante de tecnologia, desenvolvimento de uma atividade inovadora, assumir riscos e empreender em condições de extrema incerteza são traços marcantes das *startups*, que as diferenciam de modelos de negócios tradicionais.

Em razão do exercício da empresa, as *startups* possuem relações jurídicas estabelecidas por contratos e, por uma abordagem econômica, busca-se contratos economicamente eficientes, com baixo custo de transação, de modo a ser possível a melhor alocação de recursos escassos.

Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018, p. 24-26) trazem as seguintes características de uma *startup*:

- a) Encontra-se em estágio inicial, sendo notadamente carente de processos internos e organização, muitas vezes sem um modelo de negócio claro;
- b) Possui perfil inovador, sendo esta uma das características mais importantes;
- c) Possui significativo controle de gastos e custos, de modo a focar os investimentos no desenvolvimento de seu produto ou serviço principal;
- d) Seu produto ou serviço é operacionalizado por meio de um produto mínimo viável (MVP)²¹, que é o desenvolvimento do produto ou serviço de uma forma simples, como um esboço ou protótipo, apenas para que seja possível verificar se realmente existe demanda e para manter os custos iniciais baixos;
- e) O produto ou ideia explorado é escalável, isto é, ser facilmente expandido para outros mercados e em diferentes níveis de capilaridade e distribuição, de modo a alcançar uma economia de escala por meio de replicação de um mesmo produto para inúmeros clientes;
- f) Apresenta necessidade de capital de terceiros para operação inicial, razão pela qual é comum a busca por investidores externos para financiamento das operações;
- g) Utiliza tecnologia a favor do seu modelo de negócio, para desenvolver negócios escaláveis e inovadores;
- h) Atua em um mercado de extrema incerteza, em razão do alto risco.

Dentre todas as características acima citadas, aquelas que mais definem uma *startup* é o seu caráter inovador (inovação) e a condição de extrema incerteza. Estas características estão diretamente relacionadas entre si, tendo em vista que a inovação, isto é, um empreendimento inovador, faz nascer a incerteza, o risco do negócio.

²¹ *Minimum Viable Product*.

No que tange à inovação, acredita-se ser pertinente o entendimento de Erik Frederico Oioli sobre o tema, ao dispor que a “inovação consiste na implantação de novas ideias que gerem valor e ampliação dos resultados por meio da escalabilidade” (OIOLI, 2019, p. 15).

Para o autor, esta expressão “inovação” engloba três conceitos chaves para a sua melhor compreensão, consistentes (i) na expressão de uma nova ideia, que pode ser a criação de algo novo, fazer algo de uma forma diferente ou melhorar algo já existente; (ii) na percepção de utilidade da nova ideia, que quer dizer que a ideia deve gerar valor para o seu destinatário; e (iii) na necessidade de implantação da ideia, já que para ser uma inovação, é preciso implantar a ideia.

Nas palavras do autor:

Dentre as inúmeras definições disponíveis, optamos por aquela que prima pela síntese: inovação consiste na implantação de novas ideias que gerem valor. Tal expressão sublima três elementos-chave para adequada compreensão do termo:

(i) a existência de uma nova ideia, que pode consistir em criar algo novo, fazer algo de uma forma diferente ou melhorar algo; é um erro comum associarmos a inovação à criação de algo dito como “disruptivo” ou algo simplesmente genial; pequenas mudanças, adaptações, melhorias ou ajustes em processos podem repercutir em alguma inovação; ela pode partir de aprimoramentos de ideias ou tecnologias já existentes ou a criação de algo realmente sem precedentes;

(ii) a percepção de utilidade da nova ideia, isto é, ela deve gerar algum tipo de valor, seja para a empresa, para colaboradores, para consumidores ou para a sociedade em geral, perceptível, por exemplo, pela geração de novas receitas ou redução de despesas em curto, médio ou longo prazos; e

(iii) a necessidade de implantação da ideia; uma ideia não implantada continua sendo apenas uma ideia, e não uma inovação; portanto, é fundamental que a nova ideia geradora de valor seja efetivamente implantada, o que, por vezes, revela-se altamente desafiador; muitas vezes, boas ideias não necessariamente resultam em bons negócios, ou sequer resultam em negócios, seja apela incapacidade de implementação ou pela própria viabilidade ou falta de aceitação da ideia (OIOLI, 2019, p. 15).

Isso quer dizer que, para desenvolver um empreendimento inovador, não necessariamente é necessário criar algo novo, disruptivo, que nunca foi pensado antes. A inovação também se refere a algo que já existe, mas passa a ser produzido de uma forma diferente, que soluciona problemas que a maneira tradicional não o faz, gerando valor para o seu destinatário. Tem-se, assim, duas formas de inovação: aquela que se refere a algo inédito e aquela que aprimora algo já existente²².

²² Como será melhor explicado no capítulo 3.3 desta dissertação, a Lei Complementar n. 167/2019, que alterou a Lei Complementar 123/2006 e trouxe o primeiro conceito legal de *startup*, apresenta ambas as possibilidades no que tange à inovação, ao dispor sobre a possibilidade da atividade desenvolvida pela startup visar aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos já existentes, ocasião em que, de acordo

A incerteza decorre do campo de atuação das *startups*, que é de alto risco. Afinal, por se tratar de um produto e/ou serviço inovador, não há um direcionamento bem definido no que diz respeito a sucesso e há alto risco de insucesso do empreendimento. Embora a proposta possa ser atraente e com grande chance de ter bons resultados, não possui precedentes que autorizem ou ajudem a *startup* a deter perspectivas claras e absolutas a longo prazo (PIMENTA; LANA, 2021, p. 16).

A extrema incerteza é uma das características que difere uma *startup* de outro tradicional empreendimento em seu estágio inicial, como, por exemplo, uma padaria ou mercearia. Diferentemente destes modelos de negócios tradicionais, as *startups* são criadas para enfrentar situações de extrema incerteza.

Desta forma, iniciar um novo empreendimento que seja exatamente igual a um negócio já existente e tradicional, embora seja uma atividade empresária, produto ou serviço, não é uma *startup*. Isto é, não há inovação, como também não há risco ou, se existe, é muito baixo, razão pela qual também se afasta a característica de empreender em um cenário de extrema incerteza. E é em razão disso que alguns empreendimentos, como um supermercado, uma padaria, ou uma loja de roupas podem ser financiados por simples empréstimos bancários, já que o nível de incerteza e de risco é em tese baixo, razão pela qual este risco pode ser calculado por um analista de crédito (RIES, 2012, p. 25).

Há mais uma parte importante dessa definição: o contexto no qual a inovação acontece. A maioria das empresas – grandes e pequenas – estão excluídas desses contextos. As startups são projetadas para enfrentar situações de extrema incerteza. Abrir uma nova empresa, que seja um clone exato de um negócio existente, copiando modelo de negócios, precificação, cliente-alvo e produto, pode até ser um investimento econômico atraente, mas não é uma startup, pois seu sucesso depende somente da execução – tanto que esse sucesso pode ser modelado com grande exatidão. (Eis por que tantas pequenas empresas podem ser financiadas com simples empréstimos bancários; o nível de risco e incerteza são tão bem entendidos que um analista de crédito pode avaliar suas perspectivas futuras.)

A maioria das ferramentas da administração geral não são projetadas para florescer no solo adverso da extrema incerteza, no qual as startups vicejam. O futuro é imprevisível, os clientes testemunham um conjunto crescente de alternativas, e o ritmo da mudança está sempre aumentando. No entanto, a maioria das startups – tanto em garagens quanto em empresas – ainda é administrada por meio de prognósticos padrão, marcos de produtos e planos de negócios detalhados (RIES, 2012, p. 25-26).

Portanto, não basta ser um empreendimento recém fundado para ser considerado uma *startup*, tendo em vista que, para tanto, é necessário ser algo inovador, que é desenvolvido em condição de extrema incerteza. Além disso, uma *startup* também precisa ter potencial de crescimento rápido e vertiginoso, isto é, a sua capacidade de ser escalável e crescer rapidamente.

Neste sentido:

Também, revela-se errado classificar qualquer empresa (atividade) recém fundada ou pequeno negócio como se fosse uma *startup*, afinal, o que define esse tipo de empreendimento é o potencial de crescimento rápido e vertiginoso. Ou seja, a essência da *startup* é sua capacidade de escalar o negócio e crescer rapidamente. Ao se traduzir a palavra *startup* para o português, chega-se a termos como “arranque”, “inicialização”, “partida” e “lançamento”. Isso é justamente o que buscam: dar a partida em negócios inovadores, arrancando na frente com soluções criativas que atingem milhões de pessoas. Já na concepção de investidores, a *startup* é uma oportunidade de alto risco, todavia, com possibilidade de retornos promissores (PIMENTA; LANA, 2021, p. 9).

Para Paul Grahman, empreendedor, investidor e autor de livros sobre empreendedorismos e *startups*, o crescimento de uma *startup* passa por três fases antes de se tornar bem sucedida. A primeira fase consiste em um período inicial de crescimento, que é lento ou até inexistente, enquanto a *startup* tenta descobrir o que está fazendo. A segunda fase ocorre quando a *startup* descobre como fazer algo que muitas pessoas querem, ocasião em que haverá um período de rápido crescimento. Por fim, a terceira fase de crescimento é o momento em que a *startup* se torna uma empresa consolidada, acarretando na redução do seu crescimento, por já atingir os seus limites²³ (GRAHAM, 2012).

Para se chegar à terceira fase, uma *startup* passa por problemas, dificuldades, erros e acertos. Durante este período, é comum que a *startup* receba aportes financeiros de investidores e apoiadores. Através destes aportes, o empreendimento conseguirá partir da primeira fase e atingir a terceira fase com mais celeridade e qualidade.

Um grande diferencial do modelo de negócio das *startups* é a capacidade de o produto ou serviço ser replicável e escalável em virtude do uso da tecnologia.

Feigelson, Nybo e Fonseca explicam o que seria um produto ou serviço replicável e escalável. Para os autores, ser replicável significa que “é possível entregar o produto ou o serviço

²³ Do original: “*The growth of a successful startup usually has three phases: There's an initial period of slow or no growth while the startup tries to figure out what it's doing. As the startup figures out how to make something lots of people want and how to reach those people, there's a period of rapid growth. Eventually a successful startup will grow into a big company. Growth will slow, partly due to internal limits and partly because the company is starting to bump up against the limits of the markets it serves*” (GRAHAM, 2012).

em escala de maneira potencialmente ilimitada, sem a necessidade de adaptação ou customização para cliente”, enquanto ser escalável significa que a *startup* “tem capacidade para crescer cada vez mais por meio da venda de um produto ou serviço que pode ser produzido ou distribuído em grandes quantidades, resultando em uma economia de escala, sem a necessária alteração do modelo de negócios ou ampliação significativa de seus custos” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 34-35).

Através de um produto ou serviço repetível e escalável, muitas vezes baseado em tecnologia^{24 25 26}, a *startup* consegue aumentar a sua receita, sem também aumentar os seus custos, tendo em vista que o mesmo produto será comercializado para vários destinatários, sem que seja preciso desenvolver um novo produto para cada cliente.

Ainda sobre a *startup* ser escalável e repetível, cita-se as palavras de Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana:

Ademais, são escaláveis, ou seja, detêm muita possibilidade de crescimento, vertiginoso, fazendo isso sem consequências ou limites nas suas operações. Tal escalabilidade ocorre sobretudo por serem geralmente atreladas ao meio digital. Consequentemente, seus produtos e serviços podem ser entregues a um número cada vez maior de clientes, sem que enseje mais esforços, investimentos, gastos ou despesas. Um negócio escalável é aquele que pode crescer em um ritmo muito acelerado sem alterar o modelo proposto. Ou seja, a receita da empresa aumenta exponencialmente, mas os custos continuam praticamente os mesmos.

Uma *startup* é repetível, pois o mesmo produto ou serviço pode ser ofertado em larga escala, não possuindo nenhum tipo de limitação. Para tanto, deve ser pouco flexível ou customizável. Ser repetível é entregar os mesmos produtos e serviços de modo reprodutivo, sem a necessidade de customizar em excesso. A proposta é multiplicar e alcançar mais clientes e adaptações atrapalhariam essas metas (PIMENTA; LANA, 2021, p. 16).

De uma forma inovadora, as *startups* tentam solucionar problemas em massa, razão pela qual possuem papel relevante na sociedade. “O espírito é jovem e fortemente vinculado à

²⁴ Embora o forte laço com a tecnologia, uma *startup* não precisa, imprescindivelmente, trabalhar com produtos ou serviços digitais. Porém, ainda que o foco do empreendimento não seja algo voltado para a tecnologia, dificilmente a *startup* terá bons resultados e conseguirá produzir algo inovador se os empreendedores não usarem a tecnologia a seu favor (PIMENTA; LANA, 2021, p. 21).

²⁵ Inclusive, muitas *startups* associam-se à tecnologia para alcançar um negócio inovador e escalável, valendo-se do desenvolvimento de aplicativos, por exemplo, para alavancar receitas como baixo incremento de despesas operacionais, aumentando sua margem de lucro (OIOLI, 2019, p. 15).

²⁶ “The other connection between startups and technology is that startups create new ways of doing things, and new ways of doing things are, in the broader sense of the word, new technology. When a startup both begins with an idea exposed by technological change and makes a product consisting of technology in the narrower sense (what used to be called “high technology”), it’s easy to conflate the two. But the two connections are distinct and in principle one could start a startup that was neither driven by technological change, nor whose product consisted of technology except in the broader sense” (GRAHAN, 2012).

pesquisa, investigação e ousadia. São visionárias, em meio às transformações do mercado e avanço irrefreável da tecnologia” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 9).

As *startups* proporcionam a quebra de padrões tradicionais se comparadas a outros empreendimentos, do mesmo segmento e área de atuação, mas que já estão consolidados no mercado²⁷. A proposta e objetivo a ser alcançado é fugir do que o mercado tradicionalmente oferece, trazendo produtos e serviços diferenciados, inovadores, com soluções mais eficientes e talvez nunca antes pensadas ou, se existentes, são apresentadas de uma forma diferenciada.

Em regra, os fundadores de uma *startup*²⁸ tem como objetivo alcançar um rápido crescimento e atingir atratividade suficiente para serem vendidas por valores milionários, superiores ao investimento realizado, chegando, inclusive, ao nível de unicórnio^{29 30}, ocasião em que o empreendimento passará a ser uma empresa consolidada, por encerrar o seu estágio inicial (REIS, 2018, p. 21).

Para tanto, os empreendedores e as *startups* percorrem um longo e árduo caminho, a começar com uma ideia inovadora, que se baseia, em alguma solução trazida para o mercado, que tem como objetivo resolver algum problema existente.

Esta é uma análise prévia que precisa ser feita pelos próprios fundadores: verificar se existe algum problema para ser resolvido com a ideia que será desenvolvida, bem como se a ideia, de fato, é capaz de solucionar este problema. Com uma ideia desenvolvida, os empreendedores precisam colocá-la em prática.

Nesta etapa, tem-se dias de estudo, aprendizado, trabalho e empenho dos empreendedores para desenvolver o *Minimum Viable Product* (MVP), ou o Produto Mínimo Viável, que seria o desenvolvimento do produto ou serviço, repetível e escalável, de uma forma simples, destinada ao público-alvo da *startup*, apenas para que seja possível verificar se realmente existe demanda e para manter os custos iniciais baixos. Ou seja, é um protótipo desenvolvido pela *startup*, que ainda será aperfeiçoado e melhorado, conforme a *startup* receba *feedbacks* de clientes e, também, dos próprios empreendedores.

²⁷ Cita-se, como exemplo, a revolução que está sendo feita pelas *fintechs*, que são *startups* que atuam no setor financeiro e bancário, pois estas apresentam um modelo de negócio inovador se comparados aos bancos tradicionais. São exemplos de *fintechs*: NuBank, Banco Inter, Credits e PicPay.

²⁸ No ecossistema das *startups*, os fundadores são chamados de *founders*.

²⁹ De acordo com Edgar Vidigal de Andrade Reis, a *startup* é considerada um unicórnio quando passa a ter valor de mercado igual ou superior a um bilhão de dólares. A 99, *startup* que oferece a intermediação para serviço de transporte, foi a primeira *startup* brasileira a ser considerada um unicórnio (REIS, 2018, p. 21).

³⁰ Na data desta dissertação, o Brasil conta com 17 (dezessete) *startups* unicórnios. Dentre elas, destaca-se a 99, PagSeguro, Nubank, Ifood e Gympass (PICKERT, 2021).

Veja-se o que escreve Anna Fonseca Martins Barbosa, co-fundadora e CEO da Órbi Conecta, *startup* voltada para criar conexões no ecossistema das *startups*:

Difícilmente, o seu primeiro produto colocado no mercado, jamais sofrerá alteração. Pelo contrário, no conceito de *startup* uma das coisas mais importantes é o constante contato com o seu cliente, é valorizar cada feedback do seu público alvo, é testar e errar centenas de vezes, até que seu produto esteja completo.

Nesse modelo de empresa, é impensável dispendir anos em um plano de negócio, já que o produto deve ser desenvolvido em contato direto com o cliente. Costuma-se dizer que se você não tiver vergonha da primeira versão do seu produto, provavelmente você já gastou tempo demais nele e pode ter desenvolvido algo que não possui total sinergia com a demanda do mercado.

Dessa forma, a flexibilidade e a agilidade na modelação de seus serviços ou produtos são primordiais para a própria sobrevivência de uma *startup* (BARBOSA, 2017, p. 18)

Neste sentido, dispõe Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana:

O modelo da *startup* enxuta ou *lean startup* transforma ideias nos chamados Produtos Mínimos Viáveis (MVP). Estes representam o menor produto capaz de percorrer o ciclo de feedback com o menor esforço e de forma mais rápida. Por ele, cria-se uma cultura de experimentação junto ao cliente, escutando suas necessidades para oferecer o melhor produto possível sem desperdiçar nenhum recurso.

Pelo modelo da *startup* enxuta, o funcionamento da *startup* vai por um ciclo de construção, mensuração de resultados e aprendizagem. Inicialmente a ideia é transformada em produto.

Após a reação dos clientes é medida e, posteriormente, só então, a empresa aprende como direcionar seus esforços para o sucesso. O modelo organizacional das *startups* se diferencia das empresas tradicionais, pois seu crescimento se baseia na aprendizagem e experimentação contínua (PIMENTA; LANA, 2021, p. 30).

Eric Ries afirma que a metodologia de uma *startup* enxuta segue um método científico, em que há uma hipótese clara, isto é, uma estratégia, que precisa ser testada de forma empírica para se saber quais partes são brilhantes e quais são absurdas. De acordo com o autor:

A metodologia da *startup* enxuta reconhece os esforços da *startup* como experimentos que testam sua estratégia, para ver quais partes são brilhantes e quais são absurdas. Um experimento verdadeiro segue o método científico. Começa com uma hipótese clara, que prognostica o que pode acontecer. Em seguida, testam-se tais prognósticos de forma empírica. Da mesma forma que a experimentação científica é permeada pela teoria, a experimentação da *startup* é orientada pela sua visão. O objetivo de todo experimento associado à *startup* é descobrir como desenvolver um negócio sustentável em torno daquela visão (RIES, 2012, p. 52).

É comum que esta primeira versão desenvolvida pela *startup* seja falha ou deficiente de alguma melhoria. E é exatamente por este motivo que é importante o lançamento de um MVP e o

recebimento de *feedbacks*, pois, assim, a startup poderá trabalhar as suas deficiências e aprimorar o seu produto/serviço.

Nesta fase inicial de desenvolvimento da *startup*, não raro os empreendedores não conseguem realizar a captação de recursos para financiar o empreendimento. Em razão disso, os fundadores precisam, em um primeiro momento, financiar a *startup* com os seus próprios recursos.

Esta prática é conhecida como *bootstrapping* (que significa o ato de amarrar ou prender a bota), que “é uma forma de autofinanciamento, em que os empreendedores usam seus próprios recursos para darem início à atividade empresarial, podendo, assim, iniciar o desenvolvimento da ideia inovadora” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 54). O *bootstrapping* será melhor abordado nesta dissertação no capítulo destinado às formas de captação de recursos pelas *startups*.

Há, também, outras formas de investimentos em *startups* que ajudam a aprimorar o seu desenvolvimento e alcançar o estágio de uma empresa madura e consolidada. Afinal, no ecossistema empreendedor das *startups*, estas precisam de incentivos, financiamentos, apoio e investimentos durante o seu estágio de formação, isto é, desde a criação e desenvolvimento da ideia inovadora, à sua execução, desenvolvimento e manutenção no mercado, de modo a, cada vez mais, inovar e tornar o seu modelo de negócio escalável (PIMENTA; LANA, 2021, p. 21).

Estas formas de captação de recursos serão abordadas nos próximos capítulos desta dissertação, razão pela qual, neste momento, não será feita uma abordagem aprofundada do tema, mas apenas menção às formas de investimento mais utilizadas em *startups*.

Dentre as modalidades de investimentos mais comuns no ecossistema das *startups*, cita-se a *Family, Friends and Fool (FFF)*, que, em uma tradução literal, significa Família, Amigos e Tolos, e é a forma de captação de recursos externos de familiares e amigos dos empreendedores. O investidor anjo, que é a pessoa física ou jurídica que aplica o seu capital em negócios de risco, no caso *startups* promissoras, mas ainda pequenas, objetivando participação nos lucros futuros e/ou a participação societária, também é outra forma de investimento em *startups*.

À medida em que as *startups* vão se consolidando no mercado, outros investidores, como foco em investimento de risco, começam a ser atraídos pelas *startups*. Estes investidores são os fundos de investimento, que se dividem em *seed capital* (ou capital semente), *venture capital* (ou capital de risco), *private equity* (ou capital privado) e *crowdfunding* (ou investimento coletivo).

Os fundos *seed capital*, são fundos que aportam capital em *startups* em estágio inicial, que esteja em uma fase pré-operacional. O fundo *venture capital* é aquele fundo de investimento que tem como alvo *startups* que, mesmo um pouco consolidadas e já inseridas no mercado, ainda estão em desenvolvimento e precisam de recursos para capital de giro, *marketing*, instalações, estruturação, etc. Ou seja, as *startups* ainda não atingiram o estágio de pleno desenvolvimento. Já os fundos *private equity* são aqueles que investem em *startups* que já estejam em um estágio avançado, isto é, já estejam maduras, completamente desenvolvidas, com o produto consolidado, predominância no mercado, tenham fluxo de caixa, etc.

Quanto ao *crowdfunding*, trata-se de um financiamento coletivo, em que investidores, pessoas físicas ou jurídicas, podem investir em um empreendimento inicial através de uma plataforma online.

Há, por fim, o momento em que a startup realiza o chamado *IPO (Initial Public Offering)*, que é a abertura de capital na bolsa de valores. Neste estágio, a *startup* deixa de ser uma empresa em um estágio de desenvolvimento e passa a ser uma empresa consolidada.

3.2 Ecossistema empreendedor

Sobreviver ao mundo das *startups* não é tarefa fácil. Os empreendedores, assim como todo empresário, passam por inúmeras situações que os colocam à prova de fogo. Porém, pode-se afirmar que, aqueles que iniciam o empreendimento adotando o modelo de negócios enxuto de uma *startup*, podem ter um caminho ainda mais difícil, justamente pela extrema incerteza que paira sobre o empreendimento.

Daí a importância de se ter um ecossistema empreendedor que possa auxiliar e impulsionar o empreendimento inovador das empresas nascentes, com facilidades burocráticas, incentivos governamentais, presenças em universidades e concentração de serviços de qualidade disponíveis às *startups* (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 45).

O ecossistema empreendedor, ou ecossistema de *startups*, traz a ideia de um espaço físico localizado em uma determinada cidade ou região, que tenha características que motivem, incentivem e auxiliem os empreendedores a executar a ideia inovadora, disponibilizando às *startups* serviços, contatos e *networking*, tecnologia, incentivos, mentores, apoio do setor público e de universidades, investidores e fomento.

De acordo com Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana:

Nota-se então que o ecossistema de uma startup pode ser definido como o ambiente que afeta as startups, com destaque para instituições que incentivam o desenvolvimento de inovação e empreendedorismo, incluindo universidades, aceleradoras, incubadoras, venture capital (VC), etc. Ecossistema Empreendedor ou de Inovação é o ambiente, formado pelos mais diversos stakeholders do empreendedorismo, em que há interconexão, ausência de hierarquia, equilíbrio e dinamismo.

Assim, o “meio ambiente” do Ecossistema Empreendedor revela-se composto por instituições de pesquisa e ensino, empresas, empreendedores, governo, incubadoras, aceleradoras, associações de classe e prestadores de serviço (PIMENTA; LANA, 2021, p. 50).

Um ecossistema empreendedor, ou ecossistema de *startups*, é, então, uma forma de *startups*, empreendedores, investidores e demais *players* trocarem experiências e se ajudarem a alcançar o objetivo buscado. O ecossistema empreendedor cria uma comunidade, um ambiente, em que os empreendedores e as *startups* estão no centro, isto é, são os principais integrantes desta comunidade.

Em sua obra *Startup Communities: Building an Entrepreneurial Ecosystem in Your City*, Brad Feld desenvolveu a chamada Teoria Boulder, que explica quatro premissas para que os ecossistemas empreendedores possam ter sucesso, quais sejam: (i) embora o ecossistema seja formado por empreendedores e fomentadores, os primeiros devem liderar a comunidade de *startups* e ser o centro do ecossistema; (ii) comprometimento dos líderes, que são o centro da comunidade, inclusive a longo prazo; (iii) adotar uma filosofia de inclusão, de modo que o ecossistema seja aberto para que todos possam participar e dividir suas ideias e experiências; e (iv) ter atividades contínuas que tragam engajamento a todos os participantes do ecossistema³¹ (FELD, 2012, p. 37).

Verifica-se, assim, que um ecossistema empreendedor não é composto apenas por startups e empreendedores. Há, também, os fomentadores, que seriam todos aqueles que compõe o ecossistema, mas não assumem a figura do empreendedor. São aqueles que trazem incentivo e auxílio aos empreendedores, por exemplo, os investidores, as universidades e o governo. Ainda que existam outros atores, os empreendedores devem liderar e ser o centro do ecossistema, tendo

³¹ Do original: “I suggest a fourth framework based on our experience in Boulder. Let’s call it the Boulder Thesis. This framework has four key components: 1. Entrepreneurs must lead the startup community. 2. The leaders must have a long-term commitment. 3. The startup community must be inclusive of anyone who wants to participate in it. 4. The startup community must have continual activities that engage the entire entrepreneurial stack” (FELD, 2012, p. 37).

em vista que, de certa forma, o ecossistema gira em torno da *startup* e dos empreendedores, já que existem para impulsionar e alavancar o sucesso destes.

Embora os empreendedores sejam os principais atores do ecossistema, a presença dos fomentadores também é de suma importância para o ecossistema empreendedor. Afinal, são eles que disponibilizarão incentivos e suporte para auxiliar o desenvolvimento das *startups* e tornar a atividade inovadora mais viável.

O apoio governamental³², também tem papel fundamental no ecossistema empreendedor, pois o setor público é o responsável por políticas de incentivo, legislação e investimentos voltados para a inovação e o empreendedorismo. Neste sentido:

É importante destacar também que não só do setor privado advêm os fatores qualificadores de ecossistemas empreendedores. Há também de se considerar o setor público como responsável por políticas de incentivo, legislação e investimentos diretos na inovação e no empreendedorismo. O cuidado a ser tomado, no entanto, é não olhar para o setor público de forma superficial, pois ele é imensamente responsável por impactar de forma profunda o desenvolvimento de novos negócios, positiva ou negativamente (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 46).

Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana chamam atenção para a importância, em um ecossistema empreendedor, de um clima agradável e ameno, com ruas limpas e sem trânsito agressivo. Embora pequenos, são detalhes que, segundo os autores, trazem grande impacto positivo na produtividade e criação de ideias por parte dos empreendedores.

É importante deter bons lugares de passeio, praças arborizadas, clima ameno, ruas limpas e trânsito menos congestionado. Pode-se obter os benefícios das cidades grandes sem passar pelo caos presente nelas. Com um clima de mais tranquilidade, as pessoas se sentem mais relaxadas e criativas e tendem a criar novas ideias com mais facilidade. Também, além disso, o ambiente tranquilo possui menos stress, e isto impacta reflete positivamente na produtividade e criação de ideias (PIMENTA; LANA, 2021, p. 47).

Ao redor do mundo, existem vários ecossistemas de empreendedorismo e *startups*. Há, por exemplo, o *Silicon Wadi*, em Israel, também conhecida como Nação Startup ou Nação Empreendedora. Há, também, a cidade de Londres, no Reino Unido, que vem apresentando grandes índices de financiamento por fundos de *venture capital*. Estas regiões se destacam por oferecer condições vantajosas aos empreendedores, para que o seu negócio seja desenvolvido.

³² “Também é necessário que se tenha um ambiente regulatório favorável, por políticas públicas que facilitem as relações entre o governo e a comunidade, a começar pelos próprios programas disponíveis para regulamentação, financiamento, debates e discussões” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 47).

Porém, o ecossistema de *startups* de maior sucesso e que mais se destaca em âmbito global é o chamado *Silicon Valley* (Vale do Silício), localizado na Califórnia, Estados Unidos da América. Foi neste ecossistema que grandes *startups* se desenvolveram, como também é no Vale do Silício que estão as sedes de grandes empresas de tecnologia, como, por exemplo, a Google e a Apple. Não é à toa que os empreendedores do mundo todo almejam levar as suas *startups* para este ecossistema, já que este oferece grande suporte para as empresas que nele se localizam (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 47-48).

No Brasil, há alguns ecossistemas empreendedores que se destacam pela sua grandeza e relevância para as *startups* brasileiras. Em pesquisa realizada em 2017 pela ABStartups, em parceria com a Accenture, foi feita uma radiografia do ecossistema brasileiro. Neste estudo, apurou-se que 73% das *startups* brasileiras mapeadas estão localizadas nos 10 (dez) dos maiores ecossistemas empreendedores.

Dentre estes, cita-se São Paulo, Florianópolis, Fortaleza, Campinas, Recife e Belo Horizonte, como as cidades que possuem ecossistemas empreendedores de destaque. É comum os ecossistemas receberem nomes que os identificam com a região onde estão localizados, como, por exemplo, o Açaí Valley, em Belém/PR, o Pequi Valley, em Goiás, a Caju Valley, em Aracaju, e a Colmeia, em Uberlândia/MG

Na cidade de Belo Horizonte/MG, chama atenção o San Pedro Valley (SPV), ecossistema iniciado por Matt Montenegro, Diego Gomes Yuri Gitahy, Edmar Pereira, Bernardo Porto e Vítor Peçanha. O San Pedro Valley foi o berço de *startups* que, hoje, se destacam em âmbito nacional, tais como Meliuz, Sympla e Hotmart (PIMENTA; LANA, 2021, p. 44).

Ao final do estudo feito pela Accenture em parceria com a ABStartups (ACCENTURE; ABSTARTUPS, 2017), sugeriu-se 06 (seis) passos para que a evolução de um ecossistema empreendedor. A primeira sugestão é estimular o desenvolvimento de habilidades digitais e de empreendedorismo, já que o talento é um dos principais fatores de sucesso nas *startups*. Além disso, estimular a colaboração de instituições de pesquisas e grandes empresas no ecossistema, de acordo com a fase da startup, é outra sugestão apontada pelo estudo.

Também foi sugerido o fortalecimento de suporte às *startups* e a ampliação de incentivos fiscais para atrair aceleradoras e investidores, principalmente investidores-anjo, aproximando-os, assim, dos empreendedores, tendo em vista a dificuldade de captação de recursos por *startups* recém criadas.

Por fim, foi sugerida a adoção de regulamentação flexível para estimular a inovação, pois regulações flexíveis, além de estimular a inovação, também reduzem custos e burocracias, e a estimulação de novos polos de inovação, tendo em vista que estes estão localizados próximo a grandes indústrias e instituições de ensino, cobrindo apenas algumas comunidades locais.

Portanto, um ecossistema empreendedor, ou ecossistema de *startups*, consiste em uma determinada região, de boa localização e ambiente agradável, onde empreendedores, investidores e outros atores tem a oportunidade de trocarem ideias, contatos e experiência, bem como há, à disposição dos empreendedores, tecnologias, incentivos e apoio, público e privado, para o desenvolvimento e aprimoramento da ideia inovadora.

3.3 Aspectos legais

Como foi acima demonstrado, a doutrina possui um conceito jurídico do que seria uma *startup*. No mesmo rumo, alguns Estados já legislaram sobre esta temática, definindo requisitos objetivos para que um empreendimento seja considerado *startup*.

A Itália, ao editar a Lei 221, de 17 de dezembro de 2012, apresentou um conceito objetivo de *startup* em seu artigo 25, chamada de “startup inovativa”. Esta definição consiste em qualquer sociedade de capital, que não tenha capital cotado em mercado regulamentado nem em um sistema de negociação multilateral, desde que atendidos sete requisitos objetivos, quais sejam: (i) sejam novas ou tenham sido incorporadas há menos de cinco anos; (ii) sejam sediadas na Itália ou membros da União Europeia, mas tenham pelo menos uma filial localizada na Itália (iii) tenha receita inferior a 5 milhões de euros por ano; (iv) não paguem dividendos; (v) tenham como principal objetivo o desenvolvimento, produção e comercialização de produtos ou serviços de alta tecnologia; (vi) não tenham sido incorporadas como resultado de fusão, venda ou desdobramento; (vii) atendam a pelo menos um dos seguintes requisitos: (a) pelo menos 15% da diferença entre receitas e custos operacionais são gastos em pesquisa e desenvolvimento anualmente; (b) pelo menos 1/3 dos empregados são candidatos de doutoramento ou são PhD, ou pelos menos 2/3 dos empregados, acionistas ou colaboradores possuem mestrado; ou (c) a empresa possua ou licencie uma patente ou um software registrado (OIOLI, 2019. p. 13).

Igualmente, a Índia, que se destaca no quesito desenvolvimento tecnológico, através da *Notification of 11th New Delhi*, trouxe uma definição legal de *startups*, atribuindo a elas três requisitos objetivos:

Uma entidade deve ser considerada como uma Startup: (i) até um período de sete anos a contar da data de constituição ou registro, se for constituída como uma “private limited company” (conforme definido no Companies Act, 2013) ou registrada como uma “partnership firm” (registrada ao abrigo da secção 59 do Partnership Act de 1932) ou uma “limited liability partnership” (sob o Limited Liability Partnership Act, 2008) na Índia. No caso de Startups no setor de biotecnologia, o período será de dez anos a partir da data de sua incorporação ou registro; (ii) a receita da entidade em qualquer dos exercícios desde a incorporação ou registro não tenha excedido US\$ 3,85 milhões; e (iii) a entidade esteja buscando a inovação, desenvolvimento ou melhoria de produtos ou processos ou serviços, ou se é um modelo de negócio escalável com um alto potencial de geração de emprego ou criação de riqueza (OIOLI, 2019, p. 12-13).

No Brasil, o primeiro traço de empreendedorismo voltado para a inovação se deu com a publicação da LC 155 de 27 de outubro de 2016, que alterou a LC 123/2006 e acresceu os artigos 61-A a 61-D, discorrendo sobre instrumentos comumente utilizados no ecossistema das *startups*, como a figura do investidor-anjo. Esta legislação será melhor abordada no capítulo 4.3 desta dissertação, destinado, exclusivamente, ao investimento anjo.

Posteriormente, no ano de 2019, foi publicada a Lei Complementar n. 167/2019, que trouxe o primeiro conceito legal de *startup*. Já no ano de 2021, foi publicada a LC 182, que instituiu o Marco Legal das *Startups*.

3.3.1 Lei Complementar n. 167/2019: primeira definição legal de startup e criação do Inova Simples

Em que pese o crescimento exponencial das *startups* no ecossistema empreendedor, foi apenas no ano de 2019 que a legislação pátria regulamentou, de forma expressa, as *startups*. Assim, foi publicada a Lei Complementar n. 167/2019, que alterou a Lei Complementar 123/2006, trouxe o primeiro conceito legal de *startup* e instituiu o Inova Simples, regime voltado para o fomento de empresas de inovação.

De acordo com o artigo 13, da LC 167/19, foi incluído, na LC 123/06, o artigo 65-A³³, acompanhado de 13 parágrafos. Este dispositivo criou o Inova Simples, que consiste em um regime especial simplificado, que permite às iniciativas empresariais que se autodeclarem como *startups* ou empresas de inovação tratamento diferenciado.

Este regime diferenciado se trata de um rito sumário para abertura e fechamento de empresas sob o regime do Inova Simples, que se dará de forma digital, simplificada e automática, através da Redesim – Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios (Art. 65-A, §3º, LC 123/06).

Sobre a Redesim, Iury Teixeira de Carvalho e Charles Emmanuel Parchen:

O Redesim foi um importante avanço para a desburocratização da formalização de empresas no país, uma vez que integrou diversos sistemas e processos que anteriormente deveriam ser feitos separadamente, gerando uma onerosidade ao empreendedor.

³³ LC 123/2006. Art. 65-A. Fica criado o Inova Simples, regime especial simplificado que concede às iniciativas empresariais de caráter incremental ou disruptivo que se autodeclarem como empresas de inovação tratamento diferenciado com vistas a estimular sua criação, formalização, desenvolvimento e consolidação como agentes indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e renda. § 1º (Revogado). § 2º (Revogado). § 3º O tratamento diferenciado a que se refere o caput deste artigo consiste na fixação de rito sumário para abertura e fechamento de empresas sob o regime do Inova Simples, que se dará de forma simplificada e automática, no mesmo ambiente digital do portal da Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios (Redesim), em sítio eletrônico oficial do governo federal, por meio da utilização de formulário digital próprio, disponível em janela ou ícone intitulado Inova Simples. § 4º Os titulares de empresa submetida ao regime do Inova Simples preencherão cadastro básico com as seguintes informações: I - qualificação civil, domicílio e CPF; II - descrição do escopo da intenção empresarial inovadora, que utilize modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, e definição do nome empresarial, que conterá a expressão ‘Inova Simples (I.S.)’; III - autodeclaração, sob as penas da lei, de que o funcionamento da empresa submetida ao regime do Inova Simples não produzirá poluição, barulho e aglomeração de tráfego de veículos, para fins de caracterizar baixo grau de risco, nos termos do § 4º do art. 6º desta Lei Complementar; IV - definição do local da sede, que poderá ser comercial, residencial ou de uso misto, sempre que não proibido pela legislação municipal ou distrital, admitindo-se a possibilidade de sua instalação em locais onde funcionam parques tecnológicos, instituições de ensino, empresas juniores, incubadoras, aceleradoras e espaços compartilhados de trabalho na forma de coworking; e; V - em caráter facultativo, a existência de apoio ou validação de instituto técnico, científico ou acadêmico, público ou privado, bem como de incubadoras, aceleradoras e instituições de ensino, nos parques tecnológicos e afins. § 5º Realizado o correto preenchimento das informações, será gerado automaticamente número de CNPJ específico, em nome da denominação da empresa Inova Simples, em código próprio Inova Simples; § 6º A empresa submetida ao regime do Inova Simples constituída na forma deste artigo deverá abrir, imediatamente, conta bancária de pessoa jurídica, para fins de captação e integralização de capital, proveniente de aporte próprio de seus titulares ou de investidor domiciliado no exterior, de linha de crédito público ou privado e de outras fontes previstas em lei. § 7º No portal da Redesim, no espaço destinado ao preenchimento de dados do Inova Simples, será disponibilizado ícone que direcionará a ambiente virtual do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), do qual constarão orientações para o depósito de pedido de patente ou de registro de marca. § 8º O exame dos pedidos de patente ou de registro de marca, nos termos deste artigo, que tenham sido depositados por empresas participantes do Inova Simples será realizado em caráter prioritário. § 9º (Revogado). § 10. É permitida a comercialização experimental do serviço ou produto até o limite fixado para o MEI nesta Lei Complementar. § 11. Na eventualidade de não lograr êxito no desenvolvimento do escopo pretendido, a baixa do CNPJ será automática, mediante procedimento de autodeclaração no portal da Redesim. § 12. (VETADO); § 13. O disposto neste artigo será regulamentado pelo Comitê Gestor do Simples Nacional.

Onerosidade e morosidade esta, que por muitas vezes desestimulava a criação de novas empresas ou a instalação de empresas do exterior em território nacional (CARVALHO; PARCHEN, 2021, p. 3).

Ainda de acordo com o dispositivo, o objetivo do Inova Simples é estimular a criação, formalização, desenvolvimento e consolidação destas iniciativas empresariais como agentes indutores de avanços tecnológicos, bem como fomentar a geração de emprego e renda.

Iury Teixeira de Carvalho e Charles Emmanuel Parchen explicam:

Ademais, também passa a existir o Inova Simples, sendo que este é um regime jurídico específico para Startups, que passaram a ter um sistema de abertura, modificação e extinção formal mais célere, bem como dispositivos que as beneficiam. Podendo-se elencar o novo procedimento de registro de marcas e patentes, bem como benefícios tributários (CARVALHO; PARCHEN, 2021, p. 3).

Neste diapasão, inicialmente, o artigo 65-A, parágrafos 1º e 2º, da LC 123/06, conceituou, de forma expressa, o que seria uma *startup*³⁴. De acordo com a referida Lei, considera-se *startup* a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, já existentes ou totalmente novos.

Esta é uma definição muito ampla de *startups*, tendo em vista que o legislador entendeu por bem trazer as características mundialmente caracterizadoras de uma *startup*. Assim, todo e qualquer empreendimento que se enquadre nesta definição seria, legalmente, uma *startup*.

Um ponto interessante que constou na referida legislação foi a diferenciação entre uma *startup* disruptiva e incremental. Como dispõe o artigo 65-A, §1º, da LC 123/06, a atividade desenvolvida pela *startup* pode visar aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos já existentes, ocasião em que se caracterizam *startups* de natureza incremental, ou, estar relacionada à criação de algo totalmente novo, caracterizando-se *startups* de natureza disruptiva.

Sobre as *startups* de natureza incremental e disruptiva:

“Natureza incremental”: trata-se da concepção de que a inovação não envolve apenas criações completamente novas, mas também melhorias em sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos. Trata-se de uma explicação que pode parecer óbvia, mas é importante para que se garanta o

³⁴ Conforme será adiante explicado, a Lei Complementar n. 182, de 1º de junho de 2021, que instituiu o Marco Legal das Startups, revogou os parágrafos 1º e 2º, do artigo 65-A, da LC 123/06. Porém, acredita-se pertinente fazer ponderações sobre as definições trazidas pelos parágrafos 1º e 2º, do artigo 65-A, da LC 123/06.

enquadramento de empresas que tenham como serviço ou produto um tipo de incremento.

(...)

“Natureza disruptiva”: Em contraponto ao termo supracitado, aqui o legislador se refere a Startup que tenha modelo de negócio realmente novo, que ainda não exista no mercado. O senso comum pode indicar que a grande maioria dos empreendimentos inovadores se enquadrariam nesta opção, porém ocorre realmente que existem Startups com serviços e produtos incrementais e completamente novos. A palavra “disruptiva” é mais um indício de que o legislador conhece os termos usados nos Ecossistemas de inovação. Na cultura das Startups “disrupção” significa o descolamento e a quebra para com os padrões encontrados no mercado naquele momento, fazer diferente e reinventar-se de acordo com as novas demandas (CARVALHO; PARCHEN, 2021, p. 13).

Além disso, o artigo 65-A, §2º, da mesma Lei Complementar prevê que as *startups* também tem como característica o desenvolvimento das suas inovações em condições de incerteza, que requerem experimentos e validações constantes, inclusive mediante comercialização experimental provisória, antes de procederem à complementação plena e à obtenção de receita.

Destrinchando o conceito trazido pelos parágrafos 1º e 2º, do artigo 65-A, da LC 123/06³⁵, percebe-se que o legislador seguiu fielmente as características de *startups* usadas pelo ecossistema empreendedor, tendo em vista que, para ser considerado *startup*, é preciso, principalmente, mas não apenas: **(i)** ter caráter inovador e **(ii)** desenvolvimento da atividade em condição de incerteza.

O artigo 65-A, §4º, da LC 123/06 traz as informações que devem ser prestadas, através de preenchimento de cadastro pelos empreendedores que adotarão o Inova Simples. Dentre estas informações, chama atenção o que consta nos incisos II e IV, do artigo 65-A, §4º. Quanto ao inciso II, preleciona que a razão social da *startup* que adotar este regime especial simplificado deverá conter, obrigatoriamente, a expressão “Inova Simples (I.S.)”.

No que tange ao inciso IV, prevê que a sede das *startups* poderá ser em locais específicos, comerciais ou residenciais, voltados para atividades de inovação, como parques tecnológicos, universidades, espaços compartilhados (também conhecidos como *coworking*), etc., o que, segundo Saulo Michiles, contribui para a agilidade e desburocratização do empreendimento (MICHILES, 2020).

³⁵ Conforme informado, a Lei Complementar n. 182, de 1º de junho de 2021, que instituiu o Marco Legal das Startups, revogou os parágrafos 1º e 2º, do artigo 65-A, da LC 123/06. De toda sorte, é importante constar a ressalva de que a LC 123/06 trouxe definições interessantes e condizentes com a realidade das *startups*.

E, de fato, tentou-se sintetizar e desburocratizar a abertura de empresas voltadas para a inovação. Afinal, como foi acima exposto, prevê o caput do artigo 65-A, da LC 123/06 a possibilidade da empresa se autodeclarar como empresa de inovação para usufruir do Inova Simples. Soma-se ao fato de que o artigo 65-A, §5º, da mesma lei dispõe que, preenchidas todas as informações de cadastro básico previstas no artigo 65-A, §4º, será gerado automaticamente o número de CNPJ específico, em código próprio Inova Simples.

E, uma vez constituída, a empresa submetida ao Inova Simples deverá abrir uma conta bancária em nome da pessoa jurídica, com o objetivo de captação e integralização de capital, seja decorrente de aporte dos próprios sócios ou de investidor, conforme previsto no artigo 65-A, §6º, da LC 123/06.

Seguindo com as formas de incentivo e facilitação para as empresas inovadoras, os parágrafos 7º e 8º, do artigo 65-A, da LC 123/06, instituíram um rito para registro de marcas e patentes. Assim, no próprio portal da Redesim, em espaço destinado ao preenchimento dos dados do Inova Simples, de um ícone que direcionará ao ambiente virtual do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), com orientações para o depósito de pedido de patente ou de registro de marca. Para as empresas participantes do Inova Simples, o exame dos pedidos de patente ou registro de marca será realizado em caráter prioritário pelo INPI.

Ademais, o artigo 65-A, §10º, da LC 123/06 permite que a *startup* que aderir ao Inova Simples realize a comercialização experimental do serviço ou produto até o limite fixado para o microempreendedor individual, que, conforme artigo 18-A, §1º, da mesma LC 123/06, seria de até R\$ 81.000,00 (oitenta e um mil reais).

Por fim, o artigo 65-A, §11, da LC 123/06, trouxe a possibilidade de baixa automática do CNPJ criado pela *startup* constituída sob o regime do Inova Simples. Assim, caso a *startup* não tenha êxito no desenvolvimento do escopo pretendido, a baixa do CNPJ poderá ser feita de forma automática, através de autodeclaração no portal da Redesim.

Anderson Aorivan da Cunha Possa, Glauco Fonteles Oliveira e Silva e Marcelo De Sá Mendes defendem que o artigo 65-A, da LC 123/06 contém inovações positivas para simplificar e desburocratizar a abertura, o processamento e eventual encerramento das startups, que são empresas que demandam uma modelação flexível e um tratamento tributário diferenciado (POSSA; OLIVEIRA; SÁ, 2021, p. 3).

Portanto, a alteração trazida pela LC 167/19 é fortemente voltada para a *startup* em seu estágio inicial. Ao caracterizar e conceituar uma *startup*, mostrou um grande avanço na legislação brasileira que, até então, não havia estabelecido, de forma clara, o que seria uma *startup*.

3.3.2 Lei Complementar n. 182/2021: Marco Legal das Startups

Em 1º de junho de 2021, foi publicada no Diário Oficial da União a Lei Complementar n. 182, resultado do Projeto de Lei n. 146/2019, que instituiu o Marco Legal das Startups (MLS) e do empreendedorismo inovador, além de alterar a Lei n. 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e a Lei Complementar n. 123/06. O marco legal das *startups* tem como objetivos trazer medidas que estimulem a criação de empresas de inovação, fomentar o empreendedorismo, estabelecendo incentivos e dando segurança para os investidores e, por fim, facilitar a contratação de soluções inovadoras por parte da administração pública.

O marco legal das *startups* traz, em sua redação, a definição de três figuras do ecossistema empreendedor: *startups*, investidor-anjo e ambiente regulatório experimental (também conhecido como *sandbox* regulatório).

A definição de investidor-anjo está prevista no artigo 2º, I, da LC 182/21, que dispõe que o investidor-anjo é o “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes”. Este conceito não é novo, pois o artigo 65-A, §4º, da LC 123/06 trouxe a mesma definição para o investidor-anjo³⁶.

Já o ambiente regulatório experimental, previsto nos artigos 2º, II, e 11, da LC 182/21, consiste no conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado.

³⁶ LC 123/06. Artigo 65-A. (...). § 4º: O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

Quanto à *startup*, a LC 182 trouxe, em seu artigo 4º, requisitos objetivos que uma pessoa jurídica precisa atender para ser considerada *startup* e, assim, se valer dos instrumentos jurídicos criados por esta Lei Complementar. Assim, o marco legal das startups considera startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados (LANA, 2021, p. 42a).

Extraí-se deste conceito, a princípio, que uma *startup* precisa, necessariamente, ser uma organização empresarial ou societária recente, isto é, em estágio inicial, cujo produto ou serviço é voltado para a inovação.

No que tange ao enquadramento como organização empresarial ou societária, o artigo 4º, §1º, da LC 182/21 prevê, expressamente, quais tipos societários a organização empresarial poderá adotar para ser, legalmente, considerada uma *startup*. O empreendimento poderá ser formalizado como empresário individual, empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), sociedades empresárias, sociedades cooperativas ou sociedades simples.

A LC 182/21 não para por aí. O §1º, do artigo 4º traz três incisos com outros requisitos, complementares aos anteriores, para que uma pessoa jurídica se enquadre na definição legal de *startups*. De acordo com o inciso I, uma startup precisa ter receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada. E, conforme o inciso II, do mesmo dispositivo, a pessoa jurídica também precisa ter, no máximo, até 10 (dez) anos de inscrição no CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica).

Por fim, o inciso III prevê, como requisito final, alternativamente, que a *startup* faça a declaração em seu ato constitutivo e utilize modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do artigo 2º, IV, da Lei 10.973/04³⁷, ou se enquadre no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

³⁷ Lei 10.973/04. Artigo 2º: (...). IV - inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho

Esta é, portanto, a definição legal de *startups* trazida pelo marco legal das *startups*. Assim, legalmente, define-se a *startup* como uma organização empresarial ou societária, cuja atuação se caracterize pela inovação aplicada a modelo de negócios, produtos ou serviços ofertados, que aufera receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00, tenha até 10 (dez) anos de inscrição no CNPJ e declare, em seu ato constitutivo, a utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, ou se enquadre no regime especial Inova Simples.

O legislador entendeu por bem revogar os parágrafos 1º e 2º, do artigo 65-A, da Lei Complementar 123/06, conforme o artigo 17, do MLS, parágrafos estes que trouxeram a primeira definição legal das *startups*, baseada em uma definição global destas empresas nascentes, bem como uma importante distinção entre *startup* de natureza incremental e de natureza disruptiva.

Ao que parece, o objetivo desta revogação seria manter uma única definição legal de *startup*, focando-se em aspectos objetivos para a sua caracterização, evitando, assim, confusões quanto a quem poderia se valer dos novos instrumentos trazidos pelo marco legal das *startups*.

A Lei Complementar 182/21 também regulamentou investimentos em empresas nascentes. De acordo com o artigo 5º, as *startups* poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá, ou não, resultar em participação no capital social da *startup*. Chama-se atenção para o §1º, do artigo 5º, ao exemplificar determinadas formas de investimento cujo valor aportado não será considerado como integrante do capital social.

As formas de investimento previstas no artigo 5º, §1º, do MLS são: (i) contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa; (ii) contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa; (iii) debênture conversível emitida pela empresa, nos termos da lei n. 6.404/76 (LSA); (iv) contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa; (v) estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa e (vi) contrato de investimento-anjo (que já estava previsto na LC 123/06). Este é um rol meramente exemplificativo, pois o inciso VII do mesmo artigo deixa em aberto a possibilidade de outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor não integre formalmente o quadro de sócios da *startup*.

O objetivo deste dispositivo é fazer com que seja possível que o investidor faça o aporte financeiro na atividade empreendedora, mas sem a possibilidade de integrar o seu quadro

societário, possibilitando a manutenção do controle da atividade por parte dos empreendedores. Assim, nos contratos previstos acima, o investidor somente será considerado sócio da *startup* após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária, com a alteração dos atos constitutivos da *startup* (artigo 5º, §2º, da LC 182/21).

Destaca-se que fundos de investimento também poderão fazer aportes de capital em *startups*, na forma do artigo 5º acima. Porém, caberá à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamentar as regras para a realização dos aportes (artigo 6º, da LC 182/21).

Um ponto que chama atenção na LC 182/21 é o veto presidencial do artigo 7º da referida Lei Complementar. Na redação original do PL 146/2019³⁸, previa-se a possibilidade de o investidor, pessoa física, compensar os prejuízos apurados no investimento realizado em determinada *startup*, com o lucro obtido com a venda da participação societária convertida decorrente do investimento realizado em outra *startup*.

Trata-se de um benefício fiscal para o investidor pessoa física. Além de beneficiar o investidor, este dispositivo também poderia incentivar outras pessoas físicas a, cada vez mais, alocarem o seu capital em empresas nascentes, já que, caso o investidor sofresse prejuízo financeiro com o investimento, seria possível compensar este prejuízo com eventual lucro futuro, reduzindo a carga tributária e minimizando as perdas do investidor.

Quanto à responsabilidade do investidor, o artigo 8º, da LC 182/21 tratou de forma expressa sobre o tema, ao prever em seus incisos que o investidor que realizar o aporte de capital na forma do artigo 5º não será considerado sócio ou acionista, nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da *startup*. Em razão disso, o investidor não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, a ele não se aplicando a desconsideração da personalidade jurídica, salvo nas hipóteses de comprovado dolo, fraude ou simulação com o envolvimento do investidor.

Este dispositivo traz segurança jurídica e proteção aos investidores, que, em tese, poderão realizar o aporte de capital sem, contudo, se preocupar em, eventualmente, ter o seu patrimônio

³⁸ PL/146/2019: Art. 7º No caso do investidor pessoa física, para fins de apuração e de pagamento do imposto sobre o ganho de capital, as perdas incorridas nas operações com os instrumentos de que trata o art. 5º desta Lei Complementar poderão compor o custo de aquisição para fins de apuração dos ganhos de capital auferidos com venda das participações societárias convertidas em decorrência do investimento em startup. § 1º O investidor poderá escolher quais investimentos em startup realizados previamente ao ganho de capital ele utilizará no custo de aquisição. § 2º A utilização dos valores no custo de aquisição a que se refere este artigo para fins de ganho de capital implica remissão da dívida da startup. § 3º A utilização dos valores no custo de aquisição a que se refere o caput deste artigo somente poderá ser realizada com os instrumentos de que trata o art. 5º desta Lei Complementar e desde que celebrados a partir da entrada em vigência desta Lei Complementar.

pessoal atingido em razão da desconsideração da personalidade jurídica da *startup* investida. Além disso, ressalta que o papel principal do investidor é realizar o aporte do capital, já que não terá direito de voto ou administração da *startup*, permanecendo tal direito restrito aos empreendedores.

O Marco Legal das Startups também tem como objetivo incentivar a pesquisa, o desenvolvimento e a inovação. Assim, o artigo 9º permite que as empresas que possuem obrigações de investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação, decorrentes de outorga ou de delegações firmadas por meio de agências reguladoras, cumpram esta obrigação através de investimentos em *startups*, por meio de fundos patrimoniais, Fundos de Investimento em Participações – FIP (desde que autorizados pela CVM, na categoria capital semente, empresas emergentes e empresas com produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação)³⁹, e, também, através de investimento em programas destinados a financiamento, a aceleração e a escalabilidade de *startups*.

Os artigos 12 a 15, da Lei Complementar 182/21, tratam da possibilidade de contratação de soluções inovadoras por parte da Administração Pública, no intuito de resolver demandas públicas que exijam solução inovadora com emprego de tecnologia e promover a inovação no setor produtivo por meio do uso do poder de compra do Estado.

Neste sentido:

Ademais, a mesma LC 182/21 possui como pressuposto o incentivo à contratação, pela administração pública, de soluções inovadoras elaboradas ou desenvolvidas por startups, reconhecidos o papel do Estado no fomento à inovação e as potenciais oportunidades de economicidade, de benefício e de solução de problemas públicos com soluções inovadoras; além da promoção da competitividade das empresas brasileiras e da internacionalização e da atração de investimentos estrangeiros (LANA, 2021, p. 34a).

Esta contratação será feita através de uma licitação na modalidade especial, prevista na LC 182/21. Esta modalidade especial de licitação foi criada para incentivar o processo de desburocratização dos entes públicos, de modo a viabilizar a contratação de startups que apresentem soluções inovadoras e tecnológicas para problemas apresentados pelos entes públicos (LANA, 2021, p. 155b).

³⁹ No capítulo 4.4 desta dissertação, serão abordadas estas modalidades de Fundos de Investimento em Participação (FIPs)

Através desta licitação, a administração pública poderá contratar pessoas físicas ou jurídicas, isoladas ou em consórcio, para o teste de soluções inovadoras por elas desenvolvidas ou a ser desenvolvidas. Assim, caberá aos licitantes (no caso, *startups* e empreendedores) propor diferentes meios para a resolução do problema a ser resolvido e dos resultados esperados, conforme previamente apresentado pela administração pública.

Após a homologação do resultado da licitação, a administração pública celebrará Contrato Público para Solução Inovadora (CPSI) com as *startups* selecionadas, com vigência de 12 (doze) meses, prorrogável uma vez por igual período, cujo valor máximo será de R\$ 1.600.000,00 (um milhão e seiscentos mil reais) por CPSI (artigo 14, da LC 182/21).

Sobre as cláusulas que deverão estar previstas no CPSI, Lana disserta que:

Prevê a Lei Complementar 182/21 que o Contrato Público para Solução Inovadora - CPSI deverá conter, entre outras cláusulas: as metas a serem atingidas para que seja possível a validação do êxito da solução inovadora e a metodologia para a sua aferição; a forma e a periodicidade da entrega à administração pública de relatórios de andamento da execução contratual, que servirão de instrumento de monitoramento, e do relatório final a ser entregue pela contratada após a conclusão da última etapa ou meta do projeto; a matriz de riscos entre as partes, incluídos os riscos referentes a caso fortuito, força maior, risco tecnológico, fato do príncipe e álea econômica extraordinária; a definição da titularidade dos direitos de propriedade intelectual das criações resultantes do CPSI; e a participação nos resultados de sua exploração, assegurados às partes os direitos de exploração comercial, de licenciamento e de transferência da tecnologia de que são titulares (LANA, 2021, p. 155-156b).

Ainda no que tange à contratação de empresas inovadoras por parte do poder público, uma vez encerrado o CPSI, a administração pública poderá contratar a mesma *startup*, sem realizar nova licitação. Neste caso, será celebrado um Contrato de Fornecimento do produto, do processo ou da solução resultante do CPSI anteriormente celebrado.

Isso reduz a insegurança jurídica da *startup*, já que esta, possivelmente, terá grande trabalho ao desenvolver uma solução tecnológica através do CPSI celebrado. Assim, não seria viável se, após todo empenho e dedicação dos empreendedores, atingidos todos os objetivos esperados pela Administração Pública, ao término da vigência do CPSI, o poder público realizasse nova licitação e celebrasse um Contrato de Fornecimento com empresa diversa da que apresentou a solução inovadora.

O Marco Legal das Startups também alterou a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e a Lei Complementar 123/06 (Microempresas e Empresas de pequeno porte).

Quanto à LSA, almejou-se reduzir algumas formalidades e burocracias arcaicas, adequando-se a Lei à realidade das sociedades anônimas atuais. Além disso, a LC 182/2021 trouxe facilidades para as empresas nascentes constituídas sobre este tipo societário, inclusive para a abertura de capital⁴⁰ (artigo 16, do MLS).

Assim, reduziu-se o número mínimo de membros da diretoria previsto no artigo 143, da LSA, que, até então, exigia o número mínimo de dois diretores. Agora, a diretoria de uma sociedade anônima pode ser composta por 01 (um) ou mais membros. Além disso, alterou-se o artigo 294, da LSA, para que a companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) possa realizar as publicações previstas na LSA de forma eletrônica, excetuadas as publicações em diários oficiais e jornal de grande circulação no local da sede da companhia, bem como substituir os livros sociais previstos no artigo 100, da LSA por registros mecanizados ou eletrônicos (artigo 16, do MLS).

Também foi incluído o artigo 294-A na LSA, prevendo que a CVM regulamentará as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, permitindo-se a dispensa ou modulação de algumas formalidades legais, tais como a obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal a pedido de acionistas, a obrigatoriedade de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas de valores mobiliários no caso de aumento do capital social da companhia, o recebimento de dividendo obrigatório nas ações preferenciais e a forma de realização das publicações previstas na Lei 6.404/76 (artigo 16, da MLS).

O MLS também cuidou de especificar o que seria uma companhia de menor porte, que, de acordo com o artigo 294-B, incluído na Lei 6.404/76, será aquela companhia que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) (artigo 16, do MLS).

Para Henrique Avelino Lana, o atual cenário não é favorável para a sobrevivência de novos negócios atrelados à inovação. Neste sentido, o autor afirma que o marco legal das startups é um passo importante na regulamentação destes empreendimentos, principalmente em razão das alterações feitas na Lei 6.404/76 para reduzir os custos das startups que adotam a sociedade anônima como tipo societário, como publicações em jornais, fomentando, assim, o acesso de empresas de menor porte ao mercado de capitais (LANA, 2021, p. 43a).

⁴⁰ Embora o foco da presente pesquisa seja as alterações legislativas que atingirão as *startups*, as inovações trazidas pelo MLS, principalmente no que tange à Lei 6.404/76, também são aplicáveis à sociedades anônimas que não se enquadram como *startups*.

No que tange à LC 123/06, alterações foram feitas nos dispositivos que dispõe sobre o investimento anjo. De início, cita-se o artigo 61-A, §2º, da LC 123/06, que passou a prever, expressamente, que fundos de investimento também poderão ser investidores-anjos, o que já era previsto no artigo 61-D, da mesma Lei Complementar. Porém, instituiu-se a necessidade de regulamentação por parte da CVM (artigo 17, do MLS).

Ademais, o §4º, do artigo 61-A, que trata das atribuições do investidor-anjo, também sofreu alterações. No inciso I, passou-se a permitir a possibilidade de o investidor anjo participar nas deliberações da sociedade investida em caráter estritamente consultivo, embora não seja considerado sócio e não tenha direito a gerência ou a voto na administração da empresa. Enquanto no inciso III, aumentou-se, de 05 (cinco) para 07 (sete) anos, o prazo máximo que o investidor-anjo poderá ser remunerado pelos aportes feitos em empresas nascentes.

A novidade está prevista nos incisos IV e V, do §4º, do artigo 61-A, que passaram a prever, expressamente, o direito do investidor-anjo exigir dos administradores da sociedade investida, as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico, bem como o direito de examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso.

O Marco Legal das Startups também alterou o artigo 61-A, §6º, da LC 123/06 (artigo 17, do MLS). Agora, não há limite para a remuneração periódica do investidor-anjo, limite este que, de acordo com a redação legal anterior, era de 50% dos lucros da sociedade. Além disso, o mesmo dispositivo passou a prever a possibilidade de conversão do aporte de capital em participação societária.

Para José Luiz de Moura Faleiros Júnior, em que pese o Marco Legal das Startups ter sido omissivo em alguns temas que poderiam ter sido melhor abordados, tem muitos méritos, “pois traz clareza a assuntos que já haviam se tornado comuns na práxis contratual e não perde de vista a complexidade da matéria, uma vez que não cria contextos de absoluta irresponsabilidade para investidores” (FALEIROS JUNIOR, 2021).

Em que pese o Marco Legal das Startups inovar na legislação aplicável às empresas nascentes, bem como às formas de captação de recursos, acredita-se que, alguns pontos importantes poderiam ter sido incluídos na Lei Complementar 182/21, pontos estes que, se

levados em consideração, poderiam beneficiar o ecossistema das *startups* e, como consequência, a sociedade como um todo.

O primeiro ponto é o artigo 7º, da LC 182/21, que foi vetado pelo Poder Executivo Federal, conforme citado nos parágrafos anteriores deste capítulo. Acredita-se que a possibilidade de o investidor pessoa física compensar os prejuízos apurados nos investimentos em *startups*, com eventual ganho de capital decorrente do lucro do aporte realizado em outra empresa nascente, seria de suma importância para atrair e estimular ainda mais investidores.

Outro ponto seria a possibilidade de *startups* constituídas como sociedade anônima, cujo faturamento seja igual a uma microempresa ou empresa de pequeno porte, aderir ao regime de tributação do Simples Nacional. Ora, uma *startup* constituída sob a forma de uma sociedade anônima passará mais confiança e credibilidade perante investidores, o que poderá facilitar a captação de recursos. Porém, para tanto, a *startup* sofrerá com uma carga tributária muito maior do que se permanecesse como outro tipo societário, por exemplo uma sociedade limitada, o que poderá desmotivar os empreendedores a alterar o seu tipo societário.

Percebe-se, assim, que a legislação brasileira, embora atrasada, está evoluindo no quesito *startup* e inovação, adequando-se à realidade das inúmeras empresas nascentes estabelecidas no Brasil, na tentativa de facilitar e estimular o empreendedorismo e os investimentos. Espera-se que, com o passar dos anos, a LC 182/21 traga segurança e confiança aos empreendedores e investidores, bem como estímulos e incentivos que corroborem com o crescimento expansão dos ecossistemas de *startups*.

3.4 Aspectos societários

As *startups* e o ecossistema empreendedor estão diretamente relacionados ao direito empresarial e o direito societário. Isto, pois, como foi acima exposto, as *startups* exercem a empresa ao realizarem a circulação econômica de mercadorias e serviços. Logo, é objetivo das *startups* exercer a atividade empresária.

É comum que após os empreendedores colocarem em prática a ideia inovadora, a constituição da *startup* seja formalizada, de modo que esta passe a ter personalidade jurídica

própria e, assim, ser sujeito de direitos e deveres⁴¹. A partir de então, a personalidade jurídica criada para a *startup* não se confundirá com a personalidade jurídica dos sócios ou empreendedores, pessoas físicas ou jurídicas. Igualmente, o patrimônio dos empreendedores não se confundirá com o patrimônio da pessoa jurídica.

Formalizar a constituição da *startup* também é importante para facilitar a captação de recurso, pois um empreendimento que possui a sua própria personalidade jurídica, constituída sob um dos tipos societários previstos no ordenamento jurídico, pode passar mais credibilidade e confiança aos investidores.

Afinal, empreender em uma condição de extrema incerteza, atrelado ao grande risco do empreendimento, mas com grande potencial de crescimento e maximização de riquezas, são características marcantes das *startups*. Para os empreendedores, pode ser interessante adequar a *startup* em algum tipo societário que trará segurança não apenas aos empreendedores, mas também ao empreendimento e aos investidores.

Neste sentido:

A startup, como empresa inovadora com alto potencial de crescimento que é, pode ser considerada um investimento promissor. Logo, como qualquer outro investimento, quanto mais segura for a startup, mais investidores poderá atrair, pois possui mais potencial para retorno financeiro dos aportes realizados. Neste ponto, o Direito também funciona como elemento atrativo para o investimento: uma proteção jurídica de qualidade, interna ou externa, auxilia na estruturação e solidez empresarial (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 41).

E, em razão disso, faz-se necessário que os empreendedores tenham à disposição tipos societários que atendam às necessidades das *startups*, de acordo com o seu estágio de desenvolvimento e maturação⁴².

Ainda assim, muitos empreendedores optam por primeiro iniciar a atividade empresarial de maneira informal para, somente após a atividade começar a dar certo, formalizar o empreendimento. Neste caso, acredita-se que o fazem por dois motivos: falta de conhecimento sobre eventuais riscos que podem recair sobre o empreendimento, ou simplesmente por opção,

⁴¹ De acordo com o artigo 985, do Código Civil, a sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos.

⁴² “Um ambiente com direito societário adequado à realidade das startups é essencial ao empreendedorismo. O primeiro aspecto importante é a existência de formas societárias que permitam a limitação da responsabilidade dos sócios ao capital efetivamente contribuído; acerca de tal necessidade, parece que o direito brasileiro cumpre sua obrigação” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 12).

isto é, por acreditarem que, naquele momento específico, a formalização da *startup* e adesão a um tipo societário não trará benefício algum ao empreendimento, se comparados aos custos iniciais e a burocracia para iniciar a formalização.

Muitas *startups* e empreendedores optam por celebrar um memorando de entendimentos para regular a fase de pré-constituição da *startup*, de modo a organizar de maneira informal o início da atividade empresária até que a fase de validação do produto no mercado esteja completa (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 157).

Assim, neste capítulo da dissertação, será feita uma breve exposição sobre o memorando de entendimentos, como também serão abordados alguns tipos societários que podem ser adotados para a constituição de uma *startup*, restringindo-se às sociedades empresárias⁴³, caracterizadas por aqueles que exercem a atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços, conforme previsto no artigo 966, do Código Civil, consistentes em sociedade em conta de participação, sociedade limitada, sociedade limitada unipessoal e sociedade anônima⁴⁴.

3.4.1 Memorando de entendimentos

Muitos empreendedores optam por iniciar o empreendimento antes mesmo de formalizar a constituição de uma *startup*. Nesta fase pré-constituição, é pertinente que os empreendedores elaborem um contrato⁴⁵ que preveja as diretrizes que serão adotadas pelas partes antes, ou durante a execução do empreendimento, ainda que não haja a formalização da *startup*. Para tanto, os empreendedores podem se valer de um acordo, isto é, um contrato preliminar.

⁴³ De acordo com o artigo 982, do Código Civil, as sociedades podem ser consideradas empresárias, que exercem atividade de empresário, ou simples, que, por exclusão, são todas as demais, cujo objetivo não é a atividade de empresário. Porém, acredita-se que as sociedades simples não seriam adequadas para o modelo de negócio das startups, razão pela qual, nesta dissertação, restringir-se-á às sociedades empresárias.

⁴⁴ Nesta dissertação, não se almeja destrinchar, de forma detalhada, os tipos societários mencionados. O objetivo aqui é apenas demonstrar quais os tipos societários comumente adotados por *startups*, bem como as suas características, vantagens e desvantagens para as empresas nascentes. Para uma análise mais aprofundada dos tipos societários que serão aqui abordados, vide: PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário**. 4. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2020; PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. **Direito Empresarial: teoria geral, direito societário, títulos de crédito, recuperação de empresa, falência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017; COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 20. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2008; TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

⁴⁵ Assim como todos negócios jurídicos, o Memorando de Entendimentos também deve respeitar o disposto no artigo 104, do Código Civil, que dispõe que a validade do negócio jurídico pressupõe agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei.

Este acordo preliminar é conhecido como memorando de entendimentos (do inglês, *memorandum of understanding*, ou apenas *MOU*). Através de um memorando de entendimentos, busca-se, de maneira informal, organizar e dar segurança ao empreendimento e àqueles que dele participam ativamente, com o objetivo de, em um momento futuro, formalizar a *startup* através da criação de uma nova personalidade jurídica.

O memorando de entendimentos pode ser caracterizado como um contrato preliminar que visa estabelecer termos e condições que deverão reger o relacionamento dos empreendedores como futuros sócios da *startup* (RODRIGUES, 2019, p. 23). Ou seja, ainda não existe uma sociedade empresária ou uma personalidade jurídica própria para a *startup*. Tudo é feito em um momento de pré-constituição.

De acordo com Erik Fontenele Nybo (2016, p. 33), um memorando de entendimentos é um contrato preliminar comumente utilizado por *startups* em estágio inicial e que desejam regular a relação a ser firmada entre os sócios, sem que isso resulte necessariamente na criação de uma sociedade formalmente registrada, mas com a expectativa de que as partes, futuramente, celebrem um contrato social para constituir uma sociedade.

O objetivo aqui é estabelecer qual será o objeto a ser desenvolvido pela *startup*, isto é, qual o produto ou serviço que se almejará comercializar e qual projeto será desenvolvido em um momento futuro. Além disso, o memorando de entendimentos também tem como objetivo estabelecer regras e diretrizes que deverão ser seguidas pelos empreendedores, bem como quais são os direitos, obrigações, contribuições e competência das partes contratantes ao longo do empreendimento.

Erik Fontenele Nybo explica as vantagens de um memorando de entendimentos na fase de pré-constituição de uma *startup*. De acordo com o autor:

Por meio do contrato preliminar os futuros sócios conseguem economizar o dinheiro que seria utilizado para a criação de uma sociedade empresária na fase embrionária do projeto, evitando também obrigações legais relacionadas à constituição de uma empresa e, caso o projeto não vingue, evita-se também a necessidade de manutenção ou fechamento da empresa malsucedida. Trata-se de uma forma de minimizar os riscos e gastos aos quais os empreendedores se expõe.

Além disso, as partes terão a segurança de que sua relação está protegida. A previsão dos papéis a serem executados por cada uma das partes, bem como seus direitos e obrigações, garante aos empreendedores uma segurança maior quanto à relação que pretendem construir (NYBO, 2016, p. 35).

O Memorando de Entendimentos não está previsto no ordenamento jurídico brasileiro. Justamente por isso, não há previsão legal quanto ao que deveria, obrigatoriamente, constar no documento. Porém, há certas cláusulas que a doutrina entende importantes na confecção de um Memorando de Entendimentos voltado para *startups*.

Neste sentido, Amanda Visentini Rodrigues, no artigo Aspectos Societários da Constituição da Startup (2019, p. 24-25), elenca dez tópicos mínimos que precisam constar em um Memorando de Entendimentos. De acordo com a autora, primeiro, um *MOU* precisa prever a definição clara e precisa do projeto a ser desenvolvido pela *startup*, pois todas as demais condições, direitos e obrigações girarão em torno deste projeto. Nesta senda, obrigações, direitos e contribuições de cada empreendedor é o segundo tópico que deve constar em um Memorando de Entendimentos.

A participação acionária, incluindo-se participação e distribuição dos lucros, de cada um dos futuros sócios da *startup* também deve constar no documento, caracterizando, assim, o terceiro tópico. Para a autora, regras de governança e de tomada de decisão, por exemplo quóruns de aprovação de determinada matéria ou delimitação da competência de cada sócio, compõe o quarto tópico.

O quinto tópico trazido pela autora é um dos mais importantes em um *MOU*, se não for o mais importante. Consiste na delimitação de algum fato ou evento futuro que será determinado como o marco temporal para a constituição formal da *startup*. Ou seja, se determinado evento futuro acontecer, os empreendedores deverão formalizar a *startup*. Este tópico também é conhecido como gatilho⁴⁶, podendo se caracterizar pelo atingimento, por parte do empreendimento, de alguma meta, como, por exemplo, alcançar um número de clientes ou determinado valor investido na *startup* ou, ainda, algum prazo preestabelecido. Inserir um gatilho em um memorando de entendimentos é importante pois, caso o contrato preliminar não tenha tal previsão, os contratantes não poderão exigir a constituição da *startup*.

O sexto tópico consiste na previsão de momentos em que serão necessárias as captações de recursos, bem como a forma como tais investimentos poderão ser realizados na *startup*.

⁴⁶ “A parte mais importante desse contrato, porém, é a que determina as condições que ensejam a constituição da sociedade posteriormente. Para tanto, pode-se utilizar o que se chama de gatilho: uma condição que, quando preenchida, acarretará a celebração do contrato definitivo. Esse gatilho pode ser a obtenção de um primeiro investimento, a celebração de uma parceria, a finalização do produto ou modelagem do serviço, grandes pedidos de venda etc., desde que preestabelecidos no contrato e que tornem viável o negócio em questão. Trata-se de uma condição, nos termos do Código Civil, que determina a obrigatoriedade de um ato posterior” (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 158).

Hipóteses e condições para a admissão de eventuais sócios investidores e a determinação do percentual societário que os sócios estarão dispostos a abrir mão em favor do investidor, compõe o sétimo tópico.

No memorando de entendimentos, o oitavo tópico relevante é o prazo mínimo para a permanência dos empreendedores na sociedade a ser formalizada, pois as ideias inovadoras costumam ser inseparáveis dos fundadores, razão pela qual os empreendedores se tornam direta e pessoalmente envolvidos no empreendimento, até que a *startup* alcance um estágio mais consolidado e não dependa mais dos seus criadores.

Por fim, a autora menciona dois tópicos finais, isto é, o nono e décimo tópico. O nono tópico consiste na previsão de formas e meios de liquidação e pagamento da participação de cada sócio, caso este deseje se retirar do empreendimento⁴⁷. Já o décimo tópico se refere à confidencialidade e não competição⁴⁸ entre os contratantes, em razão da grande quantidade de informações e ideias compartilhadas e discutidas, de modo que o contratante retirante não explore o mesmo negócio idêntico, em concorrência com a futura *startup*.

O memorando de entendimentos não limita a responsabilidade dos futuros sócios, justamente por ainda não existir uma nova pessoa jurídica. E, por este motivo, o patrimônio dos contratantes permanece exposto perante terceiros. Assim, a celebração de um pré-contrato não dispensa a posterior constituição e formalização da *startup*.

A celebração de um memorando de pré-constituição, contudo, não dispensa a posterior formalização do ato de constituição da sociedade. Em primeiro lugar, o próprio crescimento orgânico da *startup*, com a intensificação das relações comerciais mantidas com terceiros (entre eles, clientes e fornecedores) demandará o surgimento de uma pessoa jurídica de direito capaz de assumir obrigações em nome próprio, realizar pagamentos, celebrar contratos, entre outras providências aqui já mencionadas. Adicionalmente, a constituição formal de uma sociedade é importante porque, embora o memorando de pré-constituição seja um contrato preliminar, pressupondo a celebração de um contrato definitivo no futuro, na prática, a sua celebração implica, por si só, a contratação de uma sociedade em comum entre os seus signatários, nos termos do art. 981, do Código Civil, dado que já existe uma soma de esforços dos empreendedores para o desenvolvimento da atividade empresarial visando a partilha de seus resultados. No entanto, enquanto não houver o registro do ato constitutivo no órgão competente, tal sociedade não terá personalidade jurídica e todos os seus sócios responderão solidária e ilimitadamente, pelas obrigações sociais com o seu patrimônio pessoal, representando um risco para os próprios empreendedores (RODRIGUES, 2019, p. 26).

⁴⁷ Como ainda não há sociedade constituída e, também, a integralização do capital social, consequentemente, não há a necessidade de compra ou venda da participação societária do contratante retirante.

⁴⁸ Ao instituir a não concorrência, é importante definir a limitação geográfica, o prazo e a atividade a ser restringida (NYBO, 2016, p. 37).

Portanto, é importante que os empreendedores celebrem um memorando de entendimentos, caso decidam iniciar a atividade empreendedora antes de formalizar a *startup*.

3.4.2 Sociedade em conta de participação (SCP)

A sociedade em conta de participação (SCP), prevista nos artigos 991 a 996, do Código Civil, consiste em uma sociedade⁴⁹, sem personalidade jurídica própria⁵⁰, composta por uma pessoa que realiza a atividade empresária em seu nome, chamada sócio ostensivo⁵¹, e outra pessoa, que não exerce diretamente a atividade empresária, mas apenas investe no empreendimento a ser desenvolvido pelo sócio ostensivo. A este outro sócio, dá-se o nome de sócio oculto, ou sócio participante.

Trata-se de uma relação em que o sócio oculto faz algum investimento no empreendimento, que será desenvolvido única e exclusivamente pelo sócio ostensivo, em seu nome e exclusiva responsabilidade, inclusive perante terceiros, de modo que ambos os sócios (oculto e ostensivo) participem dos resultados do empreendimento (PATROCÍNIO, 2017, p. 70).

O sócio oculto não pode participar diretamente das relações do sócio ostensivo com terceiros. Caso o faça, o sócio participante responderá solidariamente com o sócio ostensivo nas obrigações que venha a intervir. Porém, o sócio participante tem o direito de fiscalizar a gestão do empreendimento (PATROCÍNIO, 2017, p. 71).

No que tange às *startups*, as sociedades em conta de participação não são utilizadas para a constituição destas empresas nascentes (até porque referido tipo societário sequer possui personalidade jurídica própria), mas sim para a realização de investimentos no empreendimento.

⁴⁹ Há autores que entendem que a sociedade em conta de participação não seria uma sociedade. Cita-se, como exemplo, José Edwaldo Tavares Borba, que entende que a SCP não é uma sociedade, pois não possui duas características que, segundo o autor, seriam essenciais de uma sociedade: patrimônio próprio e personalidade jurídica. Assim, de acordo com referido autor, a SCP seria apenas um contrato de participação (BORBA, 2019, p. 113). Em sentido parecido, entende Fábio Ulhoa Coelho (2008, p. 152), ao dispor que a SCP se assemelha mais a uma espécie de contrato de investimento do que uma espécie de sociedade comercial.

⁵⁰ De acordo com Tarcísio Teixeira (2017, p. 304): “Não há personalidade jurídica na sociedade em conta de participação, porque o sócio ostensivo exerce a empresa em seu nome pessoal. Assim, essa sociedade, por não ter personalidade jurídica também pertence ao quadro das sociedades não personificadas”.

⁵¹ “Perante terceiros, empregados clientes, fornecedores existe apenas a figura do sócio ostensivo. É ele que se obriga perante terceiros, celebrando contratos, participando das relações jurídicas necessárias à execução do empreendimento. Os sócios participantes não exercem a atividade objeto da sociedade em conta de participação” (PATROCÍNIO, 2017, p. 71).

Neste caso, a *startup* assume a posição de sócio ostensivo, já que é ela quem vai realizar a atividade empresarial, enquanto o investidor será o sócio participante.

De acordo com Edgar Reis:

Nessa hipótese, o papel do sócio ostensivo é exercido por uma pessoa jurídica (normalmente sociedade limitada) constituída pelos fundadores da startup, cabendo aos investidores o papel de sócios participantes.

Dessa forma, esse tipo de investimento traz uma blindagem patrimonial ao investidor (desde que ele respeite a sua posição de sócio participante e não exerça atividades exclusivas do sócio ostensivo), visto que o mesmo não terá o seu nome vinculado à pessoa jurídica da startup nem da existência da sociedade em conta de participação e da condição de sócio participante do investidor (REIS, 2018, p. 77).

Para os empreendedores, captar recursos de investidores através da constituição de uma sociedade em conta de participação é vantajoso pois os empreendedores permanecerão no controle da *startup*, já que a atividade empresarial é exercida exclusivamente pelo sócio ostensivo. Porém, é preciso ter em mente que, para figurar como sócio ostensivo em uma SCP, a *startup* não poderá optar pelo Simples Nacional⁵² como regime de tributação.

Isto, pois, de acordo com o artigo 3º, da Lei Complementar 123/06, que trata das microempresas e empresas de pequeno porte, a sociedade que participa do capital de outra pessoa jurídica não poderá aderir ao Simples Nacional. Sobre o tema, a Receita Federal se posicionou através da Solução de Consulta COSIT n. 139, de 03 de junho de 2015⁵³, e da Solução de

⁵² Lei Complementar 123/06, artigo 13: Art. 13. O Simples Nacional implica o recolhimento mensal, mediante documento único de arrecadação, dos seguintes impostos e contribuições: I - Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica - IRPJ; II - Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, observado o disposto no inciso XII do § 1º deste artigo; III - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL; IV - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS, observado o disposto no inciso XII do § 1º deste artigo; V - Contribuição para o PIS/Pasep, observado o disposto no inciso XII do § 1º deste artigo; VI - Contribuição Patronal Previdenciária - CPP para a Seguridade Social, a cargo da pessoa jurídica, de que trata o art. 22 da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, exceto no caso da microempresa e da empresa de pequeno porte que se dedique às atividades de prestação de serviços referidas no § 5º-C do art. 18 desta Lei Complementar; VII - Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e Sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação - ICMS; VIII - Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza - ISS.

⁵³ Solução de Consulta COSIT n. 139, de 03 de junho de 2015: EMENTA: SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO (SPE). VEDAÇÃO À PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE OUTRA PESSOA JURÍDICA. SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCP). EQUIPARAÇÃO À PESSOA JURÍDICA.

Para fins tributários, as SCP equiparam-se a pessoas jurídicas. Sendo assim, as microempresas ou empresas de pequeno porte integrantes de SPE, que seja sócia ostensiva de SCP não poderão beneficiar-se do tratamento jurídico diferenciado previsto na LC nº 123, de 2006, o que implica a exclusão do Simples Nacional.

DISPOSITIVOS LEGAIS: Lei Complementar nº 123, de 2006, arts. 3º, §§ 4º, VII, 5º e 6º, e 56, § 5º, III; Código Civil, de 2002, arts. 991 a 993; Decreto-Lei nº 2.303, de 1986, art. 7º.

Consulta DISIT/SRRF10 n. 10024, de 22 de junho de 2015⁵⁴. Em ambos os casos, entendeu-se que, para fins tributários, a sociedade em conta de participação se equipara a pessoa jurídica, razão pela qual os sócios de uma SCP não poderão se beneficiar com o Simples Nacional.

Portanto, a sociedade em conta de participação é uma alternativa para que a *startup* realize a captação de recursos para o exercício da atividade empreendedora.

3.4.3 Sociedade Limitada

A sociedade limitada é o tipo societário mais adotado pelos empreendedores no Brasil. Em um levantamento feito pelo Ministério da Economia, apurou-se que, no primeiro quadrimestre do ano de 2021, existiam 3.967.740 sociedades limitadas ativas. De acordo com a mesma pesquisa, este também foi o tipo societário que mais cresceu em relação aos demais, pois foi verificada a abertura de 180.052 sociedades limitadas neste primeiro quadrimestre, representando um aumento de 5,0% em relação ao último quadrimestre de 2020 e um aumento de 80,7% em relação ao mesmo período em 2020⁵⁵.

A sociedade limitada está prevista nos artigos 1.052 a 1.087, do Código Civil. Consiste em um tipo societário em que a responsabilidade pessoal dos sócios é limitada à integralização do capital social da sociedade, conforme dispõe o artigo 1.052, do Código Civil.

Integralizar o capital social representa a obrigação do sócio em transferir bens, direitos ou dinheiro à sociedade para, então, adquirir a participação societária e se tornar sócio. Sobre o tema, explica Daniel Moreira do Patrocínio:

⁵⁴ Solução de Consulta DISIT/SRRF10 n. 10024, de 22 de junho de 2015: EMENTA: OPTANTE PELO SIMPLES NACIONAL. VEDAÇÃO À PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE OUTRA PESSOA JURÍDICA. SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCP). EQUIPARAÇÃO À PESSOA JURÍDICA.

Para fins tributários, a Sociedade em Conta de Participação - SCP equipara-se a pessoa jurídica. Sendo assim, as microempresas ou empresas de pequeno porte que sejam sócias de SCP não poderão beneficiar-se do tratamento jurídico diferenciado previsto na Lei Complementar nº 123, de 2006, o que implica a exclusão do Simples Nacional. SOLUÇÃO DE CONSULTA VINCULADA À SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT Nº 139, DE 3 DE JUNHO DE 2015.

DISPOSITIVOS LEGAIS: Lei Complementar nº 70, de 1991, art. 1º; Lei Complementar nº 123, de 2006, art. 3º, §§ 4º, VII, 5º e 6º; Lei nº 9.715, de 1998, art. 2º, I; Lei nº 10.406, de 2002 (Código Civil), arts. 991 a 993; Decreto-Lei nº 2.303, de 1986, art. 7º; Decreto nº 3.000, de 1999 (RIR/1999), arts. 148, 149, 254 e 515; Instrução Normativa SRF nº 31, de 2001, art. 1º, caput, e § 1º; Ato Declaratório Interpretativo SRF nº 14, de 2004.

⁵⁵ BRASIL. Mapa de Empresas: Boletim do 1º quadrimestre/2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-do-1o-quadrimestre-de-2021.pdf>>. Acesso em 01 jun 2021.

A subscrição é o ato pelo qual o sócio adquire a participação societária e torna-se titular, proprietário de quotas do capital da sociedade limitada. A proporção em que participa do capital social será relevante para que o sócio possa exercer seus direitos políticos e patrimoniais.

No momento em que o sócio subscreve o capital social ele, concomitantemente, assume a obrigação de pagar por essas quotas, ele se obriga a integralizá-las, mediante a transferência para a sociedade de bens, direitos ou dinheiro (na sociedade limitada não é possível a integralização das quotas mediante a prestação de serviço pelo sócio) (PATROCÍNIO, 2017, p. 92-93).

Ainda, de acordo com Eduardo Goulart Pimenta:

O dever de integralização do sócio consiste, deste modo, na obrigação que ele assume de contribuir para a formação de um conjunto de bens cuja expressão monetária é denominada capital social. São estes bens e recursos financeiros, provenientes do patrimônio dos sócios, que viabilizarão a realização, pela sociedade, de seu objeto e finalidade (PIMENTA, 2020a, p. 64).

Isso quer dizer que, em regra⁵⁶, os sócios não respondem com o seu patrimônio pessoal pelas dívidas da sociedade, já que a sua responsabilidade se limita à integralização do capital social da sociedade. Este é um dos motivos que faz com que a sociedade limitada seja o tipo societário mais adotado pelos empreendedores.

O outro motivo deste tipo societário ser comumente utilizado reside no fato de não possuir excessivas burocracias e formalidades, como é o caso, por exemplo, das sociedades anônimas, que embora também preveja a responsabilidade limitada aos seus acionistas, há algumas formalidades legais que, obrigatoriamente, devem ser atendidas pela sociedade, conforme será melhor explicado na seção seguinte.

Prevalece na sociedade limitada a autonomia privada dos sócios. E, em razão desta autonomia e liberdade para contratar, estabelecer cláusulas acidentais no contrato social, é possível que se tenha baixo custo de transação entre os sócios e menor assimetria de informações entre eles (PIMENTA, 2020a, p. 69).

⁵⁶ Há algumas exceções quanto à responsabilidade limitada dos sócios, isto é, hipóteses em que o patrimônio pessoal dos sócios poderá responder por dívidas da sociedade. O exemplo mais comum é em caso de desconsideração da personalidade jurídica, conforme previsto no artigo 50, do Código Civil. Neste caso, se, eventualmente, comprovar-se abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, poderá ocorrer, de forma judicial, a desconsideração da personalidade jurídica para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso.

Cita-se, como exemplo, a criação de um Conselho de Administração, órgão previsto na LSA, de existência obrigatória em companhias abertas e facultativa em companhias fechadas⁵⁷. Caso seja da vontade dos sócios, pode-se estabelecer, no contrato social da sociedade limitada, a criação de um Conselho de Administração.

Outro exemplo é a criação, pela sociedade limitada, de quotas preferenciais, em semelhança às ações preferenciais da sociedade anônima, conforme previsto nos artigos 17 e 111, da LSA⁵⁸, que são caracterizadas por conceder uma preferência, uma prioridade, ao seu titular, como, por exemplo, a prioridade na distribuição de lucro. Em contrapartida, a sociedade pode restringir o direito de voto do sócio detentor de quotas preferenciais.

No Código Civil, não há previsão de diferentes espécies de quotas, no que tange à sociedade limitada. Porém, o Departamento de Registro Empresarial e Integração (DREI), através da IN 81/2020, expressamente admite que o contrato social crie quotas preferenciais.

No que tange às *startups*, a criação de quotas preferenciais pode ser interessante em relação a investidores com direito de aquisição da participação societária. Desta forma, os empreendedores conseguem captar recursos para o empreendimento e manter o controle e administração da *startup*, já que os investidores, possuidores de quotas preferenciais, não terão direito a voto e, conseqüentemente, não tomarão decisões na sociedade.

Este tipo societário possui uma estrutura mais simplificada, já que os sócios possuem mais liberdade, autonomia e facilidade para estabelecer as disposições da sociedade e regular os interesses comuns em relação ao empreendimento a ser desenvolvido. Não há a necessidade de seguir procedimentos burocráticos, o que acarreta em menor custo para os empreendedores de empresas nascentes.

⁵⁷ Lei 6404/76 (LSA). Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

⁵⁸ Lei 6404/76 (LSA): Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

Inclusive, as sociedades limitadas com até 10 (dez) sócios podem deliberar por simples reunião de sócios, não sendo necessária a realização de assembleia de sócios, conforme dispõe o artigo 1.072, do Código Civil⁵⁹, desde que a forma escolhida esteja prevista no contrato social.

A assembleia difere da reunião em razão das formalidades obrigatórias em cada tipo de deliberação. A assembleia possui 03 (três) níveis de formalidades, a saber: formalidades de convocação⁶⁰, formalidades de instalação⁶¹ e formalidades de deliberação⁶². Para uma assembleia de sócios ser realizada e deliberada validamente, deve-se respeitar estas três formalidades.

A vantagem em deliberar por reunião de sócios é que, nesta, dispensa-se, nas deliberações dos sócios, as formalidades de convocação e instalação, exigindo-se apenas a formalidade de deliberação, isto é, a quantidade de votos necessários para aprovação da deliberação.

Neste sentido:

O Código Civil estipula, para a Assembleia de Sócios das sociedades limitadas, uma série de requisitos de validade inerentes tanto à sua convocação (art. 1.152 par. 3º) quanto instalação (art. 1.074) e deliberação (art. 1.076), de forma muito similar ao que se tem nas Assembleias Gerais de Acionistas.

Já a Reunião de Sócios não contém qualquer previsão ou exigência referentes à sua forma de convocação ou quórum de instalação. Isto significa que a Reunião de Sócios pode ser convocada por qualquer meio, sem que isso lhe comprometa a validade, o mesmo ocorrendo com a sua instalação, que se realiza independentemente do número de sócios presentes na ocasião.

A Reunião de Sócios tem a mesma competência deliberatória da Assembleia de Sócios, mas depende, para sua validade, apenas do cumprimento das formalidades legais para deliberação (art. 1.076 do Código Civil), que, como se verá abaixo, prestam-se a aferir se uma determinada matéria foi ou não aprovada pelos sócios, conforme o quórum necessário.

Assim, enquanto a Assembleia Geral de Acionistas e a Assembleia de Sócios quotistas devem, para sua validade, atender a formalidades de convocação, instalação e deliberação, a Reunião de Sócios está legalmente dispensada das duas primeiras, o que se faz para tornar sua realização menos rígida, custosa e formal (PIMENTA, 2020a, p. 362).

⁵⁹ Código Civil. Art. 1.072. As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembleia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato. § 1º A deliberação em assembleia será obrigatória se o número dos sócios for superior a dez.

⁶⁰ Formalidades para que seja dada publicidade à assembleia, convocando os sócios para comparecerem na deliberação. De acordo com Daniel Moreira do Patrocínio (2017, p. 101), a convocação dos sócios deverá ser realizada mediante publicação de edital por três vezes no órgão oficial da União ou do Estado e em jornal de grande circulação, sendo que entre a data da primeira publicação e a da realização da assembleia deverá haver um prazo mínimo de oito dias, para a primeira convocação, e de cinco dias para as posteriores.

⁶¹ Quórum mínimo necessário para que a deliberação possa se iniciar na assembleia de acionistas.

⁶² Quórum mínimo necessário para que a deliberação seja aprovada.

Acredita-se que, para uma *startup* em estágio inicial, deliberar por assembleia geral de acionistas acarretaria grandes custos e dificuldades para a tomada de decisões, pois seria necessário atender a todas as três formalidades acima mencionadas. Em razão disso, deliberar por simples reunião traria mais simplicidade, facilidade e celeridade aos empreendedores, além de redução de custos.

De acordo com Eduardo Goulart Pimenta:

De forma inversa ao que se verifica nas companhias, nas sociedades limitadas não há que vigorar a regra da estrita legalidade. Ao contrário, deve-se facultar aos quotistas, em princípio, o poder de auto regular contratualmente seus interesses. A autonomia privada deve prevalecer sobre o caráter tutelar e cogente da lei.

A concepção e interpretação das normas sobre a sociedade limitada deve basear-se na possibilidade de livre transação entre os contratantes. O pressuposto é que os sócios são as pessoas mais recomendadas e adequadas à disciplina de seus próprios interesses no contrato de sociedade.

Em se tratando do contrato social da sociedade limitada tem-se que a legislação brasileira (Código Civil, artigos 1.052 a 1.086) faculta aos agentes a possibilidade de auto regularem a maior parte das questões inerentes ao empreendimento comum (PIMENTA, 2020a, p. 59).

Este fato é importante principalmente para as *startups* recém-fundadas. Afinal, pelas características das *startups*, destacando-se a necessidade de uma estrutura enxuta, é importante que o tipo societário escolhido para constituir a *startup* seja, a princípio, de baixo custo e simples regulação.

Por fim, as *startups* constituídas como sociedades limitadas podem adotar regimes tributários mais vantajosos, se comparado às sociedades anônimas. Isto, pois, estas últimas não podem ser consideradas microempresas ou empresas de pequeno porte, conforme artigo 3º, §4º, inciso X, da Lei Complementar 123/06. Assim, às sociedades anônimas, é vedada a opção pelo Simples Nacional, conforme instituído no artigo 12, da mesma Lei Complementar (REIS, 2008, p. 47).

Conclui-se, assim, que a sociedade limitada é um tipo societário atrativo para que os empreendedores constituam a *startup*, pois limita a responsabilidade dos empreendedores à integralização do capital social, protegendo, assim, o patrimônio pessoal dos sócios. Além disso, há menor custo, pouca burocracia e formalidade, maior liberdade e autonomia privada, bem como possibilidade de aderir a vantagens tributárias.

3.4.4 Sociedade limitada unipessoal

Há empreendedores que preferem, sozinhos, iniciar o empreendimento, isto é, sem outras pessoas para chamar de sócios. Há, também, empreendedores que, embora não exerçam o empreendimento sozinhos, mas com alguns parceiros e colaboradores, optam por, em um primeiro momento, não dividir a participação societária com outros empreendedores.

Porém, ainda que o empreendedor deseje atuar sozinho, sem sócios, dificilmente a *startup* conseguirá avançar e desenvolver sem que o seu quadro societário seja alterado. Isto pois, conforme será melhor explicado em capítulo próprio, grande parte dos investidores exigem, em contrapartida ao capital aportado, um percentual na participação societária da *startup*. Assim, caso o empreendedor deseje captar recursos de investidores, precisará abrir mão de ser o único titular do empreendimento e admitir outras pessoas como sócias.

Além da eventual necessidade de aceitar investidores como sócios, ao longo do empreendimento, pode ser que o empreendedor se depare com a necessidade de admitir, no quadro societário da *startup*, pessoas que possam contribuir com o avanço da empresa nascente, seja com a sua técnica, conhecimento, *know-how*, ou simplesmente por interesses em comuns⁶³, o que fará com que o empreendedor aceite novos sócios.

De toda forma, caso o empreendedor deseje iniciar o projeto sozinho, formalizando-o, poderá fazê-lo constituindo uma sociedade limitada unipessoal⁶⁴, cuja constituição passou a ser possível após a Lei 13.874/19 (Lei de Liberdade Econômica) alterar Código Civil, inserindo os parágrafos 1º e 2º ao artigo 1.052⁶⁵. Assim, o empreendedor pode, sozinho, constituir uma

⁶³ Importante destacar que, ainda que o novo sócio possa contribuir com alguma técnica, conhecimento ou *know-how*, este precisará integralizar a sua parte no capital social da sociedade, não sendo possível que esta integralização seja feita através do trabalho, conforme dispõe o artigo 1.055, §2º, do Código Civil.

⁶⁴ Nesta dissertação, optou-se por não abordar a EIRELI como alternativa para constituição da startup. Isto, pois até o dia 27 de agosto de 2021, os empreendedores podiam constituir a pessoa jurídica através de uma empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), prevista no artigo 980-A, do Código Civil. Porém, em 27 de agosto de 2021, foi publicada a Lei n. 14.195/21. De acordo com o artigo 41, caput e parágrafo único desta lei, todas as EIRELIs existentes na data que a Lei n. 14.195/21 entrou em vigor serão, automaticamente, convertidas em sociedade limitada unipessoal, independentemente de alteração em seu ato constitutivo. Assim, caberá ao DREI disciplinar sobre esta transformação. Em razão disso, a EIRELI cairá em desuso, já que os empreendedores poderão empreender sozinhos, sem a necessidade de realizar um investimento inicial de 100 (cem) salários-mínimos.

⁶⁵ Código Civil. Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social. § 1º A sociedade limitada pode ser constituída por 1 (uma) ou mais pessoas. § 2º Se for unipessoal, aplicar-se-ão ao documento de constituição do sócio único, no que couber, as disposições sobre o contrato social.

sociedade limitada unipessoal, passando a ser o único “sócio” desta sociedade, que seguirá as mesmas regras da sociedade limitada tradicional.

Portanto, caso o empreendedor deseje constituir, sozinho, uma *startup*, poderá fazê-lo através de uma sociedade limitada unipessoal, já que, neste tipo societário, a responsabilidade do empreendedor será limitada à integralização do capital social.

3.4.5 Sociedade anônima

As *startups* também podem se constituir sob o tipo societário de sociedade anônima (S.A.)⁶⁶, também conhecida como companhia. Embora seja mencionada em apenas dois dispositivos do Código Civil (artigos 1.088 e 1.089), a sociedade anônima é regulada por uma legislação própria, qual seja Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações).

Assim como as sociedades limitadas, as sociedades anônimas também possuem responsabilidade limitada. Porém, de acordo com o artigo 1º, da LSA⁶⁷, o seu capital social é dividido em ações, diferente da sociedade limitada, cujo capital social é dividido em quotas. Além disso, a responsabilidade do acionista é limitada ao preço de emissão das ações subscritas. Ou seja, na S.A., a responsabilidade dos sócios não é limitada à integralização de todo o capital social, mas apenas e tão somente ao valor das suas próprias ações, razão pela qual não há solidariedade.

De acordo com Daniel Moreira do Patrocínio:

Cuida-se, portanto, de uma espécie societária na qual os sócios respondem de forma limitada pelas obrigações da sociedade, não havendo hipótese de solidariedade, ao contrário do que ocorre em determinadas situações com os sócios de uma sociedade limitada, de acordo com o disposto nos artigos 1.052 e 1.055 do Código Civil (PATROCÍNIO, 2017, p. 112).

Marlon Tomazette (2014, p. 406) aduz que as principais características das sociedades anônimas são: a natureza de sociedade de capitais, em razão da importância atribuída à

⁶⁶ “As sociedades anônimas são, em síntese, uma instituição legal destinada a estruturar o capital de duas ou mais pessoas (os acionistas) que se agrupam para constituir – diretamente ou através dos administradores – um conjunto de fatores de produção (PIMENTA, 2020b, p. 82).

⁶⁷ Lei 6404/76. Art. 1º. A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

contribuição patrimonial do sócio e não às suas qualidades pessoais; a divisão do capital social em ações, que podem inclusive ser negociadas no mercado de valores mobiliários; a responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das suas ações; e a natureza sempre empresarial, independentemente da atividade que é desenvolvida pela companhia.

As sociedades anônimas se dividem em sociedades anônimas abertas e fechadas. De acordo com o artigo 4º, da Lei 6404/76⁶⁸, o que difere uma companhia aberta e uma fechada é que, na companhia aberta, há a negociação dos seus valores mobiliários⁶⁹ no mercado de valores mobiliários⁷⁰. Ou seja, enquanto na sociedade anônima de capital aberto os seus valores mobiliários são abertos ao público para negociação por todo o mercado investidor, na fechada não há negociação no mercado de valores mobiliários e a relação é restrita aos próprios acionistas da sociedade.

Conforme Daniel Moreira do Patrocínio:

Uma companhia de capital fechado poderá emitir valores mobiliários; poderá, portanto, emitir ações e debêntures (dentre outros), mas não será capaz de oferecê-los a investidores que não sejam aqueles conhecidos por seus acionistas; ou indicados por pessoas conhecidas pelos acionistas. Por sua vez, a companhia de capital aberto, em face do direito de operar no mercado de valores mobiliários, através de seus agentes, poderá oferecer seus títulos ao público em geral, em favor de qualquer pessoa. Assim, a possibilidade de uma companhia de capital aberto conseguir alavancar um volume maior de recursos é bem maior que uma sociedade anônima de capital fechado (PATROCÍNIO, 2017, p. 114-115).

Sobre esta temática, acredita-se que, quando uma *startup* é constituída por uma sociedade anônima de capital aberto, ela deixa de ser uma *startup* e passa a ser vista como uma empresa consolidada (REIS, 2018, p. 54), tendo em vista que uma das características, qual seja o estágio inicial de desenvolvimento, deixa de existir.

⁶⁸ Lei 6.404/76. Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

⁶⁹ De acordo com Marlon Tomazette (2014, p. 415): “São valores mobiliários no direito brasileiro: as ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento decorrentes de tais títulos, os certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimentos, os ‘commercial papers’, os contratos de investimento coletivo e os contratos derivativos (art. 2º da Lei 6.385/76)”.

⁷⁰ “O mercado de valores mobiliários é o conjunto de instituições e de instrumentos que possibilita realizar a transferência de recursos entre tomadores (companhias) e aplicadores de recursos (poupadores), buscando compatibilizar seus objetivos. Este mercado pode ser dividido em mercado primário e secundário; neste a circulação dos títulos se dá entre investidores, já naquele a relação é estabelecida entre o investidor e a própria sociedade anônima destinatária do investimento” (TOMAZETTE, 2014, p. 416).

A sociedade anônima exige algumas formalidades para a sua constituição, além de formalidades que devem ser seguidas pela sociedade e pelos acionistas ao longo do exercício da atividade empresária⁷¹. O cumprimento destas formalidades faz com que este tipo societário seja mais custoso e burocrático, o que pode não ser interessante para uma *startup* recém constituída, ainda em estágio de maturação. A sociedade anônima possui normas mais rígidas que devem ser cumpridas.

É o que explica Eduardo Goulart Pimenta:

Inegável, porém, que a sociedade anônima é disciplinada por uma legislação extremamente rígida, detalhada, complexa e que deixa pouquíssimas lacunas em assuntos importantes para serem preenchidas pelos atos constitutivos da sociedade. O rigor da legislação do anonimato se impõe também na sua aplicação. Assim, vigora na sociedade anônima a estrita legalidade, em termos similares aos encontráveis no âmbito da Administração Pública. Desta forma, quando a lei das sociedades anônimas prescreve uma conduta aos sócios, administradores, controladores e demais envolvidos com a organização societária não lhes é permitido adotar conduta diversa. As normas da lei do anonimato são em sua maioria de ordem pública (PIMENTA, 2020a, p. 56).

A constituição⁷² de uma sociedade anônima possui formalidades que deverão ser atendidas pelos fundadores da *startup*, caso desejem formalizar a empresa nascente através de uma companhia. Estes requisitos acarretam em um maior custo para a *startup*, custos estes que devem ser evitados no momento embrionário do empreendimento.

A sociedade constituída através de uma companhia poderá emitir ações ordinárias, que são ações de existência obrigatória em toda sociedade anônima (PIMENTA, 2020a, p. 181). São chamadas ordinárias, pois são as comuns, as ações básicas, pois trazem todos os direitos dos sócios, sem nenhuma restrição, mas também sem nenhuma preferência destes acionistas sobre os demais.

A sociedade anônima também poderá emitir ações preferenciais, conforme artigo 111, da Lei 6.404/76. As ações preferenciais conferem ao acionista a prioridade no exercício de

⁷¹ Como exemplo, destaca-se que as sociedades anônimas, obrigatoriamente, devem deliberar por assembleia geral de acionistas, conforme artigo 121, da LSA. Assim, para que as deliberações sejam válidas, a companhia deverá atender às três formalidades acima descritas, quais sejam, formalidades de convocação (artigos 123 e 124, da LSA), formalidades de instalação (artigo 125, da LSA) e formalidades de deliberação (artigo 129, da LSA).

⁷² Os artigos 80 a 99, da LSA, dispõem sobre os requisitos e procedimento para a constituição de uma sociedade anônima. Ao todo, exige-se o cumprimento de três fases distintas para que a companhia seja constituída. A primeira fase é chamada de requisitos preliminares, que são requisitos prévios à constituição da sociedade. A segunda fase da constituição da sociedade anônima é chamada de constituição propriamente dita. A terceira e última fase da constituição da companhia consiste nas formalidades complementares (PIMENTA, 2020a, p. 75-86).

determinados direitos, como, por exemplo, a prioridade no recebimento de dividendos. Em contrapartida, as ações preferenciais poderão, por previsão estatutária, restringir o direito de voto do acionista (PIMENTA, 2020a, p. 181).

Assim, as *startups* podem emitir ações preferenciais para os seus investidores, ocasião em que, embora ocorra a inclusão de novos sócios no quadro societário, os investidores não terão direito de voto e, conseqüentemente, não interferirão na tomada de decisões da companhia, que caberá apenas aos fundadores e acionistas titulares de ações com direito de voto.

Outro ponto positivo para que as *startups* constituídas através de sociedade anônima é a possibilidade de emissão de debêntures, conforme artigo 52, da LSA, de modo a possibilitar o financiamento do empreendimento. A debênture é um empréstimo para a sociedade. Ou seja, o debenturista, que é o titular da debênture, empresta dinheiro para a sociedade, estabelecendo um contrato de mútuo. Posteriormente, a sociedade paga ao debenturista o valor emprestado com juros. Também é possível a conversão da debênture em ações da sociedade, ocasião em que o debenturista poderá optar por, ao invés de receber de volta o valor investido, se tornar sócio da companhia (PIMENTA, 2020a, p. 172-173).

Com isso, a *startup* consegue realizar a captação de recursos sem recorrer a empréstimos e financiamentos bancários, com altos encargos e juros, bem como incluir o investidor no seu quadro societário, ou seja, não é necessário emitir novas ações ou alterar o seu capital social, enquanto o investidor terá um direito de crédito em face da *startup*.

Importante destacar que, conforme dispõe o artigo 3º, §4º, X, da Lei Complementar 123/06, as sociedades por ações não podem aderir ao regime tributário do Simples Nacional, regime este que é comumente utilizado pelas *startups*, principalmente em seu estágio inicial, em razão dos benefícios com a redução da carga tributária instituída por este regime (REIS, 2018, p. 69).

Ainda assim, a constituição de uma sociedade anônima pode passar mais credibilidade perante o investidor, facilitando a captação de recursos pela *startup*, já que possui regras em tese mais rígidas. Além disso, as sociedades anônimas são instituições aptas a agregar o capital de diferentes investidores, como cita Eduardo Goulart Pimenta:

Além desta falta de direta interação entre os acionistas, outro fator se destaca como fundamento da rigidez e detalhamento desta legislação, qual seja: sociedade anônima ergue-se sobre a perspectiva de ser uma instituição apta a agregar o capital de diferentes perfis de investidores (PIMENTA, 2020a, p. 58).

É como dispõe Marlon Tomazette (2014, p. 408-409), no sentido de que “a sociedade anônima é um mecanismo de financiamento das grandes empresas, sendo instrumento popular do desenvolvimento do capitalismo”. O autor completa, escrevendo que a sociedade anônima é o “instrumento fundamental para o desenvolvimento dos grandes empreendimentos, na medida em que alia a capacidade ilimitada de atrair recursos financeiros e a possibilidade de limitar e dispersar os riscos dos empreendimentos”. Para as *startups*, se constituir na forma de uma sociedade anônima é visto com bons olhos pelos investidores, razão pela qual a captação de recursos pode ser mais eficiente.

Percebe-se, portanto, que constituir uma *startup* através de uma sociedade anônima tem as suas vantagens e desvantagens. É vantajoso pois, além de proteger o patrimônio pessoal dos sócios, pode facilitar a captação de recursos e atrair investidores para a *startup*. Em contrapartida, é uma forma societária que demanda maior planejamento e gasto financeiro por parte dos empreendedores, dada as inúmeras formalidades e burocracias que devem ser respeitadas e atendidas.

4 MODALIDADES DE INVESTIMENTO EM *STARTUPS*

A presente pesquisa tem como objetivo abordar a assimetria de informações em investimentos para *startups* feito por fundos de *venture capital* e *private equity*. Para tanto, faz-se necessário dedicar um capítulo desta dissertação às diversas modalidades de investimentos que são comumente utilizados no ecossistema inovador.

No ambiente empreendedor, é comum as *startups*, assim como qualquer outra atividade empresária tradicional, precisar de recursos financeiros para financiar o empreendimento, de modo que seja possível desenvolver e amadurecer a ideia inovadora.

Este financiamento se divide em dois grupos: financiamento com capital interno, representado pelo *bootstrapping*, que se refere à utilização do capital próprio dos sócios para financiar o empreendimento; e financiamento com capital externo, chamado de *fundraising*, que significa “captação de recursos, ou captação de investimentos, feitos por terceiros, nas startups” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 52).

Feigelson, Nybo e Fonseca explicam que estes investimentos são feitos em fases diferentes da *startup*, isto é, em momentos diferentes de acordo com o estágio de maturação alcançado pelo empreendimento. Além disso, os aportes são divididos em rodadas de investimentos, que são chamadas de séries, como, por exemplo, rodada de investimento série A, rodada de investimento Série B, e assim sucessivamente. Cada série de investimento, possui objetivos específicos. A rodada de investimento pode ter a participação dos atuais investidores (chamado de *follow-on*, ou investimento subsequente), ou de novos investidores. Assim, as *startups* recebem a primeira rodada de investimento, que seria a rodada preliminar. Nesta rodada, que estão incluídas as modalidades de investimentos conhecidas por *Family Friends and Fool (FFF)*, investidores-anjo e fundos de capital semente (fundo *seed capital*), o objetivo do aporte nesta rodada preliminar é sustentar a ideia do empreendedor para que ela possa sair do papel. Após a fase preliminar, tem-se a rodada de investimentos Série A. Esta série tem como objetivo melhorar o produto ou serviço da *startup*, bem como remunerar seu time e adquirir uma base de clientes dispostas a pagar pelo produto ou serviço ofertado. Posteriormente, há a rodada de investimentos Série B, que é uma rodada voltada para expansão do mercado. Já a Série C, é a rodada de investimento que tem como objetivo consolidar a *startup* no mercado. Por fim, a rodada Série D e as seguintes são utilizadas quando as rodadas Série C não surtiram o resultado desejado, razão pela qual, nesta série, objetiva-se adquirir mais concorrentes, firmar a *startup* no

mercado, lançar novos produtos ou alcançar novos mercados (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 84-85).

Estas fases ocorrem de acordo com o estágio de maturação da *startup*. Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho (2020, p. 39-41) ensinam que os estágios de maturação da *startup* se dividem em estágio embrionário (*seed stage*), estágio inicial (*early stage*), estágio de expansão (*expansion stage* ou *growth stage*) e estágio avançado (*later stage*).

O *seed stage* é o primeiro estágio de desenvolvimento da *startup*, durante a fase pré-operacional. É o momento em que a *startup* busca recursos para sobreviver e desenvolver a sua ideia, projeto ou produto, incluindo testes iniciais. O *early stage* é o estágio em que a *startup* já tem uma administração consolidada, bem como um produto e uma estratégia de *marketing* estáveis. Neste estágio, a *startup* já está no mercado há no máximo três anos e já recebeu uma ou duas rodadas de investimento. Já no *expansion stage*, a *startup* possui uma estrutura interna razoável e pronta para atingir novos mercados, bem como possui fluxo de venda e receita. Porém, a *startup* tem dificuldades em gerar caixa necessário para cobrir suas despesas. Por fim, no *later stage* a *startup* está prestes a se tornar uma empresa consolidada (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39-41).

A título de ilustração, um investimento-anjo costuma ser utilizado em *startups* em estágio inicial, enquanto um fundo de *private equity* opta por realizar aportes financeiros maiores em *startups* mais consolidadas, conforme será melhor explicado neste capítulo.

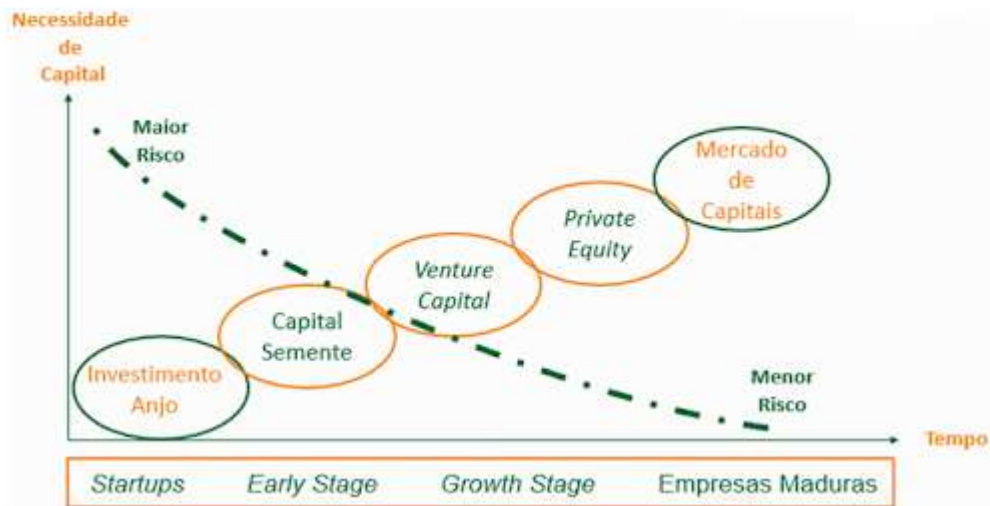
De acordo com estágio de maturação da *startup*, bem como o desenvolvimento do empreendimento, a *startup* também terá maiores custos, razão pela qual serão necessárias novas rodadas de investimento, com aportes monetários mais expressivos, para que a *startup* possa continuar a crescer e se consolidar.

Neste sentido, esclarecem Henrique Avelino Lana e Eduardo Goulart Pimenta:

De acordo com o desenvolvimento da *startup*, esta passará a ter um custo financeiro maior, e necessitará, assim, da arrecadação externa. Esse valor é arrecadado pelos empreendedores por meio de um fundraising, que significa captação de recursos, ou captação de investimentos, feitos por terceiros, nas *startups*. Estes investimentos são divididos em fases (*early stage*, *growth stage*, etc.) ou seja, há investimentos iniciais, com aportes de quantias pequenas e, futuramente, há a aplicação de altas quantias, podendo atingir milhões (LANA; PIMENTA, 2021, p. 61-62).

O quadro abaixo demonstra as modalidades de investimento de acordo com o estágio de maturação da *startup* (do *early stage* até se tornar uma empresa madura) e o grau de risco do investimento:

FIGURA 1 - Formas de investimento de acordo com o estágio de maturação da startup



Fonte: PIMENTA; LANA, 2021, p. 53

Assim, neste capítulo, serão abordadas as seguintes modalidades de investimento e financiamento do empreendimento inovador: *bootstrapping*, *Family friends and fool (FFF)*, investimento anjo, fundos de investimento, que se subdividem em fundos de *seed capital*, *venture capital* e *private equity*, *crowdfunding* e *initial public offering (IPO)*. Por fim, serão abordadas algumas formas de desinvestimento no empreendimento, conhecidas como *exit*.

4.1 *Bootstrapping*

No início do empreendimento, quando os empreendedores decidem colocar em prática a ideia inovadora, é comum que estes não consigam realizar a captação de recursos financeiros externos. Isso se dá por vários motivos, seja porque o empreendimento é apenas uma ideia ou, ainda que já tenha sido colocada em prática, não há organização e credibilidade suficiente para atrair investidores.

Assim, para que o empreendimento não termine antes de começar, os empreendedores precisam, sozinhos, financiar, com recursos próprios, a ideia inovadora. A essa prática de financiamento com recursos próprios, dá-se o nome de *bootstrapping*⁷³.

O termo *bootstrap* significa, literalmente, alça de bota. É aquele pedaço tecido ou couro que fica na parte de trás da bota, acima do calcanhar. No dia a dia, o objetivo dessa alça é facilitar o calçamento da bota, puxando-a com as mãos. Desde o século XIX, entretanto, o termo levantar a si próprio pelas botas passou a ser usado para designar tarefas difíceis.

Mais tarde, no universo do empreendedorismo, o termo ganhou a conotação de levantar uma empresa com o próprio capital. No fundo, o significado é semelhante ao original: o *bootstrapping* indica o processo de alavancar a si próprio, agindo de modo autossustentável. Portanto, o *bootstrapping* é a forma de investimento inicial da *startup*, em que os empreendedores unem os seus recursos financeiros e se autofinanciam, de modo a dar início ao desenvolvimento da *startup* (LANA; PIMENTA, 2021, p. 63).

Embora, muitas vezes, o empreendedor não tenha alternativa para financiar a *startup*, senão através do *bootstrapping*, esta modalidade de investimento tem como vantagem a ausência de interferência externa por parte de investidores, o que acarreta preservação da participação societária dos empreendedores, bem como a preservação do controle e tomada de decisões da *startup*. Conforme Éderson Garin Porto, a vantagem do *bootstrapping* é “assegurar total independência na gestão do negócio, não necessitando prestar contas a ninguém, nem temer o risco do insucesso e ter que devolver o dinheiro para quem quer que seja” (PORTO, 2018, p. 62).

Há situações que, embora os empreendedores consigam captar recursos financeiros externos, ainda assim, optam por, inicialmente, financiar o empreendimento com recursos próprios, seja por medo de divulgar a ideia para terceiros investidores, seja pela dificuldade dos empreendedores em apresentar a ideia para investidores ou pela ausência de um modelo de negócio claro (LANA; PIMENTA, 2021, p. 62).

Portanto, o *bootstrapping* se trata de uma modalidade de financiamento interno da *startup*, ou seja, os empreendedores financiam a ideia inovadora com recursos próprios, calçando as próprias botas, podendo, assim, desenvolver a atividade da *startup*.

⁷³ De acordo com Éderson Garin Porto (2018, p. 61-62), a expressão *bootstrapping* poderia ser traduzida para calçar as próprias botas, pois a palavra “*strap*” é o acessório que normalmente auxilia a pessoa a vestir a bota.

4.2 *Family friends and fool (FFF)*

À medida que a *startup* se desenvolve, faz-se necessário aumentar a captação de recursos. Os empreendedores, então, precisam recorrer ao financiamento externo do empreendimento. Por estar em um estágio inicial de desenvolvimento, os fundadores tendem a buscar o primeiro investimento externo com os seus familiares e amigos, que são pessoas próximas e da confiança dos empreendedores.

O *Family, Friends and Fool (FFF)*, que em uma tradução literal, significa Família, Amigos e Tolos, representa a forma de investimento por meio do qual a *startup* busca captar recursos externos através de familiares e amigos próximos. Também é conhecido como *love money*, em razão da característica de afinidade entre os sócios e os investidores.

Nesta forma de investimento, os investidores aportam capital na *startup* mais pela relação pessoal que possuem com os empreendedores, do que pelo empreendimento em si. Ou seja, é uma forma de ajuda pessoal entre familiares ou amigos, pois a preocupação do investidor não é o retorno financeiro, embora este possa vir a ocorrer, mas sim ajudar um amigo ou familiar.

Neste sentido:

O momento de grande incerteza e a falta de faturamento, fatores que maximizam o risco do negócio, obrigam os empreendedores a captar recursos com pessoas próximas. Esses investimentos se justificam pelo fato de que o relacionamento prévio com o investidor confere uma previsibilidade sobre o comportamento da outra parte; as informações das partes são mais acessíveis; os custos geralmente são mais baixos. No caso dos investidores integrarem a equipe da Startup, o alinhamento de expectativa com o empreendedora tende a ser mais fácil (NUNES; SACRAMONE, 2020, p. 9).

De acordo com Henrique Avelino Lana e Eduardo Goulart Pimenta (2021, p. 64), os investimentos feitos nesta modalidade costumam ser pequenos, não ultrapassando o montante de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais).

Ainda assim, o apoio financeiro de pessoas próximas aos sócios possui algumas vantagens relevantes para a *startup* em estágio inicial, tais como a facilidade de negociação e devolução de valores, há confiança mútua entre os empreendedores e investidores, há um menor custo de transação, pois a *startup* não precisará recorrer às instituições financeiras e se submeter à alta taxa de juros, e há pouca burocracia quanto à apresentação da ideia inovadora para o investidor (LANA; PIMENTA, 2021, p. 64).

Em que pese o forte laço familiar ou de amizade entre o empreendedor e o investidor, Nunes e Sacramone (2020, p. 9-10) recomendam que esta modalidade de investimento seja realizado por escrito, através de documento próprio. Assim, é possível evitar discussões futuras que coloquem em risco a continuidade do empreendimento:

Essa modalidade de investimento deve ser utilizada com cautela pelo empreendedor, pois aquele que optar pela capitalização através de recursos advindos de pessoas com algum laço afetivo, independentemente do grau de proximidade, deve ter em mente os riscos e a importância da escolha adequada do contrato. No caso de não haver formalização do investimento e o investidor for considerado sócio da Startup, este poderá interferir nos rumos da sociedade e, inclusive, participar no resultado de futura negociação de participação societária (NUNES; SACRAMONE, 2020, p. 9).

Portanto, o *FFF* é a modalidade de investimento feito por pessoas próximas aos empreendedores, sejam familiares ou amigos, que aportam dinheiro no empreendimento não com o objetivo de retorno financeiro, mas sim para ajudar uma pessoa próxima.

4.3 Investimento anjo

À medida que a *startup* amadurece e se desenvolve, naturalmente, ela demandará mais recursos financeiros para continuar progredindo. Porém, em um determinado momento, além do aporte de capital, os empreendedores também precisarão de mentores, isto é, pessoas que, com a sua experiência no ramo do empreendimento, possam contribuir com o seu conhecimento, *networking*, *know-how* e outras características e contribuições que vão além do simples recurso financeiro. O investidor-anjo⁷⁴ é o investidor que atende a estas peculiaridades.

Em um estudo realizado por Josh Lerner, Antoinette Schoar, Stanislav Sokolinski e Karen Wilson, publicado na Harvard Business Review, intitulado *The Globalization of Angel Investments: Evidence Across Countries* (2016, p. 6), apurou-se que os investidores-anjo trazem impacto positivo nas *startups* que são por eles financiadas. De acordo com os autores, *startups*

⁷⁴ Em que pese o investimento-anjo estar atualmente em voga no ecossistema das *startups*, a ideia desta modalidade de investimento não é nova. De acordo com Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho (2020, p. 117), nos Estados Unidos da América, no início do século XX, existiam pessoas detentoras de grande fortuna que investiam capital em produções teatrais da Broadway, assumindo o risco do empreendimento e, para não perder o dinheiro investido, contribuíam com os organizadores dos eventos através de mentorias, conselhos e *networking* para aumentar as chances de sucesso do empreendimento. No mesmo sentido, destacam Oioli, Ribeiro Junior e Lisboa (2019, p. 105), afirmando que a origem do investidor-anjo seria nos mecenas dos primeiros filmes de Hollywood, na década de 1920, que financiavam obras da então nascente indústria cinematográfica.

que recebem aporte de investidores-anjos tem 14 a 23% mais chances de sobreviver aos primeiros 03 (três) anos. Este estudo também apurou que o financiamento anjo aumenta a probabilidade de uma saída bem-sucedida do investimento em 10 a 17% e, também, influencia significativamente a capacidade de uma empresa obter financiamento posterior ao investimento anjo⁷⁵.

Percebe-se, assim, que o investimento anjo é de suma importância para o desenvolvimento e amadurecimento da *startup*, bem como dos seus fundadores e investidores.

O investidor-anjo, então, é o investidor, pessoa física ou jurídica, que, além de investir financeiramente na *startup*, também contribui para o seu crescimento através do compartilhamento do seu conhecimento, experiência e rede de contatos. Conforme Giulliano Tozzi Coelho e Luiz Gustavo Garrido (2016, p. 116), os investidores-anjo “são, em sua maioria, empreendedores já experientes e que conquistaram o sucesso em seus negócios e passam a investir em empresas nascentes, fornecendo além do capital financeiro, mentoria e networking qualificado”. Daí a expressão “anjo”, que pressupõe uma boa pessoa, disposta a ajudar e auxiliar no que for preciso.

Neste sentido:

Usualmente, são indivíduos que já foram empreendedores bem-sucedidos ou profissionais com experiência em investimentos que oferecem ao fundador da startup, além dos recursos financeiros, sua contribuição pessoal para o negócio, na forma de aconselhamento, conhecimentos técnicos específicos e acesso à rede de contatos do investidor – por isso, sua denominação como “anjo” em contraposição a um investidor ordinário, cuja contribuição é puramente financeira (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 105).

Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho definem os investidores anjo como “pessoas físicas de patrimônio considerável que financiam startups de alto potencial via participação

⁷⁵ *Our key findings from the analysis are twofold. First, angel investors have a positive impact on the growth of firms they fund, both in terms of their performance and survival. Startups funded by angel investors are 14% to 23% more likely to survive for the next 1.5 to 3 years and grow their employment by 40% relative to nonangel funded startups. Angel funding affects the subsequent likelihood of a successful exit, raising it by 10% to 17%. Having angel funding also seems to matter significantly for the ability of a firm to obtain follow-on financing. This last result differs from the earlier findings in Kerr et al. (2013), which showed that angel investments in the U.S boost startups' survival and performance, but do not impact their likelihood of future fundraising. This result suggests that angel groups outside the U.S. serve as an important accreditation or gateway for follow-on funding. Risk capital in the U.S. may be more abundant, and therefore startups have many different avenues of obtaining their initial seed funding, including venture capitalists. As a result, U.S. firms do not necessarily have to raise an angel round before getting funding from larger players (LERNER; et al, 2016, p. 6).*

societária ou de dívida conversível em participação, atuando nessas startups como mentores da equipe fundadora para aumentar a chance de sucesso do investimento” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 118).

Esta costuma ser a primeira modalidade de investimento externo, fora do círculo familiar e social dos empreendedores. Geralmente, as *startups* investidas são aquelas que não estão maduras o suficiente para receber aporte financeiro de algum fundo de *venture capital*. Como explicam Oioli, Ribeiro Junior e Lisboa:

Usualmente, são indivíduos que já foram empreendedores bem-sucedidos ou profissionais com experiência em investimentos que oferecem ao fundador da startup, além dos recursos financeiros, sua contribuição pessoal para o negócio, na forma de aconselhamento, conhecimentos técnicos específicos e acesso à rede de contatos do investidor – por isso, sua designação como “anjo” em contraposição a um investidor ordinário, cuja contribuição é puramente financeira. Podem atuar, inclusive, formalmente como administradores das empresas investidas, como diretores ou membros de conselhos fiscal ou de administração (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 105).

Henrique Avelino Lana e Eduardo Goulart Pimenta explicam que a diferença entre o investidor-anjo e um investidor tradicional é que, neste, o investimento se limita à aplicação financeira, enquanto no investimento anjo, também há a troca de informações, compartilhamento de rede de contatos, mentorias, ajuda e acompanhamento no desenvolvimento e ampliação do modelo de negócio da *startup* (LANA; PIMENTA, 2021, p. 65).

Entende-se que esta é uma modalidade de investimento completa, já que vai além do mero aporte financeiro. No ecossistema das *startups*, o investimento anjo também é conhecido como *smart money* (ou dinheiro inteligente, da tradução livre), tendo em vista todo o conhecimento agregado que acompanha o investimento.

Veja-se o que escreve João Kepler, um dos maiores investidor anjo do Brasil:

A expressão *smart money* (...) é utilizada com recorrência no mercado de startups e é definida para descrever o dinheiro inteligente que os investidores aplicam. Além do investimento financeiro por si só, os investidores agregam outros valores – como: experiência, know-how, insights sobre o modelo de negócio em áreas cruciais da empresa (...). Investidores que trazem *smart money* não usam expressões como “eu acho”. “quero crer”, “provavelmente”, mas: “com base em minhas experiências”, “eu acredito”, “conforme foi validado”, “segundo as planilhas” (KEPLER, 2018, p. 31).

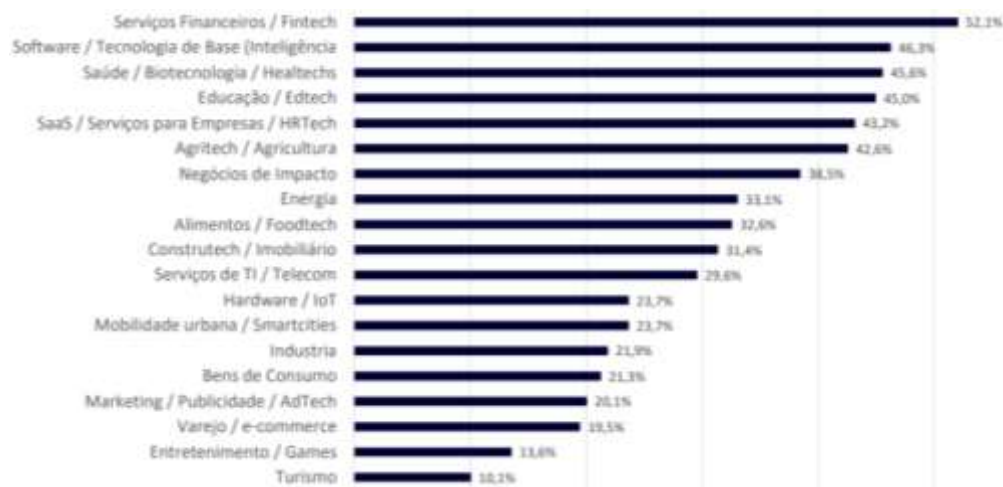
Acredita-se pertinente a afirmação trazida por Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 119), no sentido de que investidores-anjo investem o produto material e imaterial dos seus sucessos passados para construir novos sucessos, em que o produto material seria representado pelo aporte financeiro realizado e o produto imaterial seria o conhecimento, experiência, rede de contatos, etc.

E, justamente em razão deste produto imaterial que a presença de investidores-anjo em uma *startup* oferece mais segurança e confiabilidade na tomada de decisões, tornando-se, inclusive, um empreendimento mais atrativo para o mercado, principalmente para outros investidores e outras rodadas de investimento, quando a *startup* está apoiada por um investidor-anjo de renome (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 97).

Um investidor-anjo não precisa, necessariamente, investir apenas em *startups*, isto é, não é o empreendimento que faz do investidor um anjo, mas sim a sua característica de contribuir com recursos financeiros e a sua experiência. Inclusive, é comum que investidores-anjo escolham empreendimentos no mesmo ramo de atuação que possuem experiência. Porém, grande parte dos investidores-anjo, inclusive no Brasil, optam por empresas nascentes que usam a tecnologia no seu modelo de negócio. Para Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho, o investidor-anjo é atraído por *startups* de bases tecnológicas em razão da escalabilidade destas empresas, bem como por precisarem de investimentos mais baixos e demandarem menor custo de produção. Estes fatores levam ao que os autores chamam de eficiência de capital, ou investimento eficiente (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 122).

A Anjos do Brasil, que é uma organização sem fins lucrativos que tem como objetivo fomentar o crescimento do investimento anjo para o apoio ao empreendedorismo e inovação no Brasil, realizou uma pesquisa, no ano de 2019, em que se constatou que a maioria dos investidores anjo se interessam mais por setores de tecnologia:

GRÁFICO 1: Setores de preferência de investidores anjo



Fonte: BRASIL, Anjos do, 2019, p. 02.

O procedimento para formalização de um contrato de investimento anjo é mais complexo e seletivo do que o *FFF*. Afinal, no *FFF*, os investidores aportam capital na *startup* como forma de ajudar um amigo ou familiar, já o investidor-anjo realiza uma seleção prévia do empreendimento que receberá o investimento, isto é, o aporte não é feito em qualquer *startup*.

Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Lisboa (2019, p. 107-108) explicam que, geralmente, há um procedimento, conduzido pelo próprio investidor-anjo, com várias etapas anteriores ao investimento, que vão desde a busca e triagem de negócios, apresentação do empreendimento pelos fundadores, *due diligence*^{76 77} e negociação quanto aos termos e condições do investimento. Passadas estas etapas pré-investimento, inicia-se a fase de formalização do investimento, com a assinatura do contrato e a efetiva realização do aporte

⁷⁶ De acordo com os autores, o *due diligence* é o procedimento de obtenção e verificação de informações sobre as *startups* investidas, bem como os seus fundadores e sócios. Este procedimento inclui análise de competidores, validação do produto e aspectos de propriedade intelectual, avaliação da estrutura legal e societária, aspectos financeiros, *compliance*, referências da *startup* e dos fundadores, etc. Os autores também destacam que, por estarem as *startups* ainda em fase inicial de desenvolvimento, o foco desta análise é o perfil dos fundadores, da equipe e a viabilidade do produto ou serviço desenvolvido pela startup (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA (2019, p. 108).

⁷⁷ Para Sandro Mansur Gibran e Gabriel Jacobs de Oliveira: “Esta diligência prévia ou, em inglês, *due diligence* é de extrema importância para que as partes saibam exatamente o quanto deverão desembolsar e (ou) receber pela operação, bem como possam identificar a saúde financeira da outra parte e (ou) possíveis riscos existentes na esfera trabalhista, tributária, regulatória e em relações governamentais” (GIBRAN; OLIVEIRA, 2019, p. 126).

financeiro. Por fim, inicia-se a fase pós-investimento, que consiste no acompanhamento e apoio à *startup*, através de mentorias, conselhos, informações, troca de contatos, etc.

Em contrapartida ao aporte financeiro, o investidor-anjo recebe uma participação na *startup*, conhecida como *equity* ou, se preferir, apenas realiza a cobrança do valor investido, com juros e correção monetária, após determinado período de tempo, caracterizando, assim, um título de dívida.

No Brasil, a Lei Complementar 155/2016, que alterou a Lei Complementar 123/2006, foi a primeira legislação nacional a tratar expressamente do investidor-anjo. Posteriormente, o Marco Legal das *Startups* (Lei Complementar 182/2021), que entrou em vigor em 01 de junho de 2021, fez algumas alterações e inclusões na legislação destinada ao investimento anjo, conforme foi explicado no capítulo 3.3 desta dissertação.

De acordo com a LC 123/06, a sociedade que se enquadra como microempresa ou empresa de pequeno porte poderá admitir o aporte de capital do investidor-anjo. Neste caso, o valor aportado não integrará o capital social da empresa, assim como não será considerado como receita da sociedade. Além disso, o aporte deverá ser formalizado através de um contrato de participação⁷⁸, cujo prazo de vigência não poderá ser superior a 07 (sete) anos (artigo 61-A, caput e §1º e 5º, da LC 123/06). Como o valor aportado pelo investidor-anjo não integra o capital social e não é considerado receita da investida, independente do montante aportado, a sociedade investida não perderá a qualidade de microempresa ou empresa de pequeno porte (FILHO; POIDOMANI, 2017, p. 34).

Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana (2021, p. 61) explicam que a LC 123/06 prevê requisitos formais para a caracterização de um contrato de participação atrelado ao investimento anjo. Assim, caso estes requisitos não sejam atendidos, estar-se-á diante de um contrato de mútuo comum, não de um contrato de participação.

No mesmo sentido:

Para valer-se dos benefícios atribuídos pela Lei Complementar 155 mencionados acima, é fundamental que o contrato de participação contemple todos os requisitos previstos nos artigos 61-A a 61-C da Lei Complementar 123. A ausência ou contrariedade a qualquer um dos requisitos legais pode descaracterizar o contrato de participação e levar à perda dos benefícios legais, o que representaria grande ameaça principalmente ao investidor,

⁷⁸ “Este contrato é uma figura híbrida que agrega elementos de um título de dívida e de uma participação societária na *startup*” (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA (2019, p. 109).

em razão do risco de não ter assegurada a blindagem patrimonial garantida por essa forma de investimento (REIS, 2018, p. 115).

A Lei Complementar 155/2016 trouxe as características de um investidor anjo. Assim, de acordo com referida legislação, o investidor anjo (i) será uma pessoa física ou jurídica; (ii) não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa investida; (iii) não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em caso de recuperação judicial, razão pela qual a ele não se aplica a desconsideração da personalidade jurídica; e (iv) será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos (artigo 61-A, §4º, da LC 123/06).

Estas características também foram usadas para definir o investidor-anjo, conforme artigo 2º, I, do Marco Legal das Startups, que dispõe que o investidor-anjo é aquele investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes.

José Luiz de Moura Faleiros Júnior explica que não responsabilizar o investidor-anjo pelas dívidas da *startup* é medida coerente e lógica, trazendo segurança jurídica ao investidor e equilíbrio no ecossistema de inovação:

Tais previsões estão plenamente alinhadas ao que já se esperava da nova lei e ao que já existia para a figura do investidor-anjo, e revelam o incremento da segurança jurídica para o investidor que deseje se valer de algum dos instrumentos listados no artigo 5º da lei. Não o responsabilizar, por não ter ele qualquer ingerência sobre a administração empresarial, é medida coerente e lógica; da mesma forma, impedir que se lhe atinja eventual desconsideração da personalidade jurídica da *startup* na qual investiu é medida que produz equilíbrio no ecossistema brasileiro de inovação (FALEIROS JÚNIOR, 2021).

João Glicério de Oliveira Filho e Isabella Lucia Poidomani explicam as vantagens do investidor-anjo não integrar o quadro societário da *startup*:

O fato de o investidor não estar no quadro societário também lhe beneficia por reduzir o risco de vulnerabilidade do seu patrimônio social perante as obrigações sociais, considerando o cenário atual de fragilidade da barreira que deveria ser a personalidade jurídica. Nesta pesquisa, também se compreende que tal fato não beneficia apenas o investidor, mas a sociedade como um todo, ao afastar impasses que podem advir no momento de saída daquele que é sócio, como a dissolução parcial da sociedade, o recesso, a exclusão. São todas situações que demandam tempo, energia e capital da sociedade e a intenção com a regulamentação do investidor-anjo é justamente possibilitar que o empresário de menor porte tenha forças para alavancar a sua ideia empreendedora (FILHO; POIDOMANI, 2017, p. 30).

Como foi acima explicado, o Marco Legal das Startups alterou o artigo 61-A, §4º, da LC 123/06. Após o MLS, ainda que não seja considerado sócio e não tenha direito de voto ou gerência, passou-se a permitir a possibilidade do investidor-anjo participar nas deliberações da sociedade investida em caráter estritamente consultivo (artigo 61-A, §4º, I, LC 123/06). Além disso, de acordo com o inciso III, do §4º do mesmo artigo 61-A, aumentou-se, de 05 (cinco) para 07 (sete) anos, o prazo máximo que o investidor-anjo poderá ser remunerado por seus aportes.

De acordo com Filho e Poidomani (2017, p. 33), este prazo foi inserido na legislação pois o investimento anjo foi criado para ter a característica de ser um investimento transitório, isto é, de médio ou longo prazo, mas não por prazo indeterminado.

A novidade está prevista nos incisos IV e V, do §4º, do artigo 61-A, da LC 123/06, que passaram a prever, expressamente, o direito do investidor-anjo exigir dos administradores da sociedade investida, as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico, bem como o direito de examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso.

Ainda sobre o que prevê a LC 123/06, o investidor-anjo terá direito à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação celebrado (artigo 61-A, §6º, da LC 123/06). Antes da entrada em vigor do Marco Legal das Startups, a remuneração do investidor-anjo não poderia exceder 50% dos lucros da sociedade investida. Com a entrada em vigor da LC 182/2021, a nova redação do artigo 61-A, §6º, da LC 123/06 excluiu este limite para a remuneração periódica do investidor-anjo. Além disso, o mesmo dispositivo passou a prever a possibilidade de conversão do aporte de capital em participação societária.

O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, ocasião em que os seus haveres serão pagos de acordo com a situação patrimonial da sociedade (LANA; PIMENTA, 2021, p. 66), não podendo ultrapassar o valor inicialmente investido, devidamente corrigido. Porém, isso não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros, desde que haja consentimento dos sócios da *startup* investida, salvo convenção contratual expressa em contrário (artigo 61-A, §§7º, 8º e 9º, da LC 123/06).

Em contrapartida, caso os sócios da *startup* investida decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da

titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios (artigo 61-C, da LC 123/06).

Importante ressaltar que o investidor anjo pode optar por formalizar o investimento através de outras espécies de contrato, diferentes do contrato de participação previsto na LC 123/06, como, por exemplo, um investimento formalizado através de um contrato de mútuo conversível em participação. Isso se dá porque a LC 123/06 apenas cria uma nova opção de formalização do investimento, não proibindo as já existentes (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 252). Assim, caberá às partes, no momento das tratativas, optarem por um contrato de participação de acordo com a LC 123/06, ou por um contrato de mútuo comum.

Para Oioli, Ribeiro Junior e Lisboa (2019, p. 109), a legislação aplicável ao contrato de participação para investidores-anjo teria adentrado na esfera da liberdade negocial das partes, pois tornou-se obrigatórios termos que poderiam ser deixados para a livre negociação das partes (investidor e fundadores), como, por exemplo, o direito de venda conjunta.

Outra crítica feita pelos autores é em relação à tributação, já que a participação do investidor-anjo nos resultados da *startup* investida estaria sujeita à incidência de imposto de renda com alíquotas equivalentes àquelas aplicáveis a investimentos de renda fixa, conforme Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil n. 1719, de 21 de junho de 2017⁷⁹, o que poderia contribuir para o desestímulo nesta modalidade de investimento.

Sobre este assunto, explicam Feigelson, Nybo e Fonseca:

Neste sentido, a Receita Federal considera que há tributação da renda em dois momentos: na remuneração periódica e no resgate, previstos nos §§6º e 7º do art. 61-A da LC n. 123/2016. Em ambos os casos, o imposto será retido na fonte (IRRF) e terá alíquota regressiva, de acordo com o prazo do contrato. Dessa forma, incidem as alíquotas de: (i) 22,5%, em contratos de participação com prazo de até 180 dias; (ii) 20%, em contratos de participação com prazo de 181 dias até 360 dias; 17,5% em contratos de participação com prazo de 361 dias até 720 dias; e 15% nos contratos de participação com prazos superiores a 720 dias. Importante ressaltar que, na remuneração, o tributo incidirá sobre o valor da remuneração em si; no caso de resgate, a base de cálculo será a diferença positiva entre o valor efetivamente aportado e o valor atualizado no momento do resgate, se houver (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 135).

⁷⁹ Instrução Normativa da RFB n. 1719/2017. Art. 1º: Esta Instrução Normativa dispõe sobre a tributação dos rendimentos decorrentes dos contratos de participação com aportes de capital efetuados nos termos do art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, pelos denominados investidores-anjo, para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos em sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

Portanto, o investimento anjo, independentemente da maneira que seja formalizado, isto é, se através de um contrato de participação ou um contrato de mútuo, é de suma importância para o desenvolvimento e amadurecimento da *startup*.

4.4 Fundos de investimento: *seed capital*, *venture capital* e *private equity*

Como foi acima exposto, as *startups* recebem aporte financeiro através de rodadas e séries, de acordo com o seu estágio de maturação. Os fundos de investimento são estruturas jurídicas que captam recursos de diversos investidores para realizar o aporte em determinado empreendimento e, em contrapartida, recebem algum benefício econômico da *startup* (lucros, dividendos, participação, desinvestimento etc.), que é posteriormente distribuído aos investidores^{80 81}.

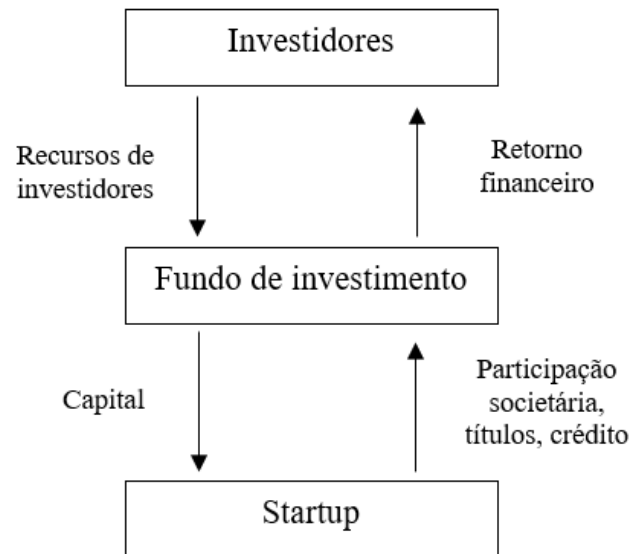
Como explicam Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 100-101), os fundos de investimento “recebem recursos dos investidores, injetam capital nas empresas que, por sua vez, garantem aos fundos participação societária ou títulos. Os retornos financeiros obtidos com esta estrutura, por fim, são repassados ao investidor”.

De uma forma resumida, os fundos de investimento funcionam de acordo com o esquema abaixo, consistente em uma adaptação de um esquema elaborado por Douglas Cumming e Susan Johan (2009, p. 4):

⁸⁰ Importante esclarecer que existem várias modalidades de fundos de investimento, com destinações, objetivos e investimentos diversos, tais como ações negociadas na bolsa de valores, renda fixa, imóveis, dentre outros. Porém, nesta dissertação, será feita alusão apenas a fundos de investimento que tem como objeto investir em *startups*.

⁸¹ A Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) incluiu o artigo 1.368-C no Código Civil, que dispõe sobre o fundo de investimento. De acordo com referido dispositivo, o fundo de investimento “é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.

FIGURA 2 – Estrutura de um fundo de investimento



Fonte: CUMMING; JOHAN, 2009, p. 4. Adaptação feita pelo autor.

Estes veículos de investimento contam, em sua estrutura, com administradores e gestores⁸², que são responsáveis por administrar os fundos e tomar as decisões de investimento, escolhendo as empresas que serão investidas e comprando participações acionárias, conectando, assim, o investidor à investida. Após determinado período de investimento, recebem o retorno financeiro do investimento e organizam a distribuição aos investidores (ABDI, 2009, p. 71).

O gestor é importante no fundo de investimento pois ele utiliza a sua experiência e conhecimento para escolher a melhor forma de alocar os recursos captados pelo fundo, reduzindo a assimetria informacional entre o investidor e a *startup* e buscando maior retorno financeiro para os investidores que colocam recursos no fundo⁸³.

Neste sentido, disserta Carlos Martins Neto:

É a atividade de gestão que consiste no grande diferencial do fundo, pois é por meio da estratégia de investimento empregada pelo gestor que o fundo obtém valorização do seu patrimônio. Assim, na prática, a maioria dos fundos de investimentos conta com gestor diverso do administrador (MARTINS NETO, 2017, p. 55)

⁸² Juliano Lima Pinheiro explica que o administrador “constitui o fundo e o representa em todos os seus atos”, enquanto o gestor do fundo de investimento “identifica oportunidades de investimento e administra a carteira de ativos do fundo” (PINHEIRO, 2019, p. 103).

⁸³ Maiores explicações quanto à assimetria informacional abrangendo fundos de investimento serão tecidas em capítulo próprio desta dissertação.

Por contribuir com a melhor alocação de recursos do fundo, o gestor é remunerado por algumas taxas que são pagas pelos investidores. Em regra, são cobradas taxas de administração, que se refere a um percentual sobre o capital sob gestão, e taxas de performance ou sucesso⁸⁴, que servem para remunerar o sucesso obtido pelo gestor ao alcançar determinada meta de remuneração estabelecida entre os investidores (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 113).

No ecossistema inovador, os fundos são classificados de acordo com o estágio de maturação da *startup* investida. Assim, tem-se os fundos *seed capital* (capital semente), *venture capital* (VE - capital de risco) e *private equity* (PE - participação privada).

A principal diferença entre estes fundos é o estágio de maturação da *startup* investida. Os fundos de capital semente optam por realizar aportes financeiros em *startups* ainda em estágio inicial, assim como ocorre com o investimento anjo. Porém, estes fundos costumam exigir que a *startup* já esteja juridicamente constituída, isto é, que já exista uma estrutura societária registrada, para que o aporte seja realizado (REIS, 2008, p. 29).

Neste investimento (*seed capital*), o valor recebido pela *startup* é utilizado para que esta possa suportar as suas despesas iniciais, desenvolver o seu *MVP*, realizar pesquisas de mercado e desenvolver um plano de negócio, até que a *startup* se torne sustentável. Os aportes realizados por fundos de capital semente não costumam ultrapassar R\$ 5.000.000,00 (LANA; PIMENTA, 2021, p. 68).

Já os fundos de investimento *venture capital* e *private equity*⁸⁵, realizam aportes financeiros em *startups* mais desenvolvidas do que aquelas que recebem aportes de capital semente.

⁸⁴ De acordo com Lucas Caminha e Gustavo Coelho: “Considerando esse modelo de remuneração variável, alguns autores defendem que gestores têm incentivos para determinar chamadas de capital e decisões de investimento (e desinvestimento) ineficientes para maximizar a taxa de performance, mesmo que prejudicando os investidores do fundo. Essa relação principal-agente é bem análoga ao problema clássico de principal-agente da relação entre sócio e administrador” (2020, p. 91).

⁸⁵ Sobre a relevância dos fundos de *venture capital* e *private equity*, Cumming e Johan explicam: “*These days it is difficult to not have heard of the terms “venture capital” and “private equity”. The venture capital and private equity markets are frequently discussed in popular media and typically referred to as “scorching” in the popular press, at least in boom times. The market has direct relevance for entrepreneurs who want to raise money, investors who want to make money from financing entrepreneurs, and individuals who want to work for a fundo or set up their own fund. Also, venture capital and private equity is of significant interest to the public sector, as government bodies around the world strive to find ways to promote entrepreneurship and entrepreneurial finance. It is widely believed that venture capital and private equity funds facilitate more innovative activities and thereby improve the well being of nations. It is thought of as a critical aspect of national growth in the twenty-first century*” (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 3).

No *venture capital*, a *startup* investida está na fase de desenvolvimento, atuando no mercado, gerando receita e buscando financiamento para exponenciar o seu crescimento. Já no *private equity*, a empresa nascente está em estágio de expansão, isto é, está em uma fase de maturação já desenvolvida, buscando financiamento para expandir e se tornar uma empresa consolidada⁸⁶. Os fundos de *private equity* costumam ser o último investidor a realizar aportes antes da *startup* abrir o seu capital na bolsa de valores, ocasião em que ela deixará de ser uma *startup* e se tornará uma empresa consolidada no mercado (REIS, 2018, p. 30).

Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Lisboa explicam que os fundos *venture capital* e *private equity* também são reconhecidos como investidores com valor agregado, pois além do aporte financeiro, também contribuem com a *startup* através da participação de representantes do fundo na tomada de decisões da empresa nascente durante a sua gestão (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 113).

A participação de algum representante do fundo na tomada de decisões da *startup* também é importante para que o gestor saiba como os empreendedores estão gerindo o empreendimento, principalmente com os recursos que estão sendo implementados pelo fundo. Não raro os fundos de *venture capital* exigem a inclusão de algum representante no conselho de administração da *startup*, justamente para ser possível auxiliar e fiscalizar a tomada de decisões dos administradores⁸⁷.

Fernando Cesar Nimer Moreira da Silva explica que os contratos de *venture capital* são incompletos devido ao alto grau de incerteza que representam⁸⁸. Justamente por este motivo, a viabilização do negócio é difícil se apenas uma parte (no caso, o empreendedor), participa da tomada de decisões, razão pela qual, para o autor, o ideal seria um controle compartilhado entre empreendedor e investidor, para que seja possível às partes monitorar o desempenho do projeto e viabilizar o aporte de recursos (SILVA, 2014, p. 39).

⁸⁶ Edgar Vidigal de Andrade Reis (2018, p. 30) esclarece que os fundos de *private equity* também podem investir em sociedades empresárias de capital aberto. Porém, neste caso, não será um investimento em *startup*, pois a partir do momento em que a empresa abre o seu capital, esta deixará de se caracterizar como uma *startup*.

⁸⁷ Como será melhor explicado nas próximas páginas, a participação ativa do fundo de investimento na *startup* investida passou a ser um requisito para que os Fundo de Investimento em Participação (FIP) aloquem capital em empresas nascentes, conforme regulado pela CVM.

⁸⁸ “Outra noção basilar para o tema é a de incompletude dos contratos. Na elaboração de um vínculo contratual é necessário perceber que as partes tentam, em princípio, prever todas as circunstâncias que podem ocorrer durante a execução do contrato e, ao mesmo tempo, dar-lhes uma solução. Porém, forçoso é também reconhecer que, por diferentes fatores, esta previsão e disciplina invariavelmente se apresenta lacunosa. Daí porque os contratos denominados incompletos” (PIMENTA, 2020a, p. 55)

O autor ainda afirma que o investidor não tem o objetivo de influenciar na administração da empresa de início. Em um primeiro momento, o investidor apenas observa como será a administração do empreendedor, pois o objetivo é transferir a administração ao investidor apenas se o empreendimento apresentar desempenho insatisfatório. Assim, se o negócio não for satisfatório, o investidor passa a interferir diretamente na administração, mas, se o desempenho for satisfatório, o investidor apenas monitora as atividades realizadas e os resultados alcançados (SILVA, 2014, p. 40).

A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) faz uma diferenciação interessante quanto ao momento do aporte realizado pelos fundos *venture capital* e *private equity*, levando-se em consideração o estágio de maturação da *startup* (*early stage*, *later stage* e *growth stage*):

Estágio Inicial:

Seed: Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes iniciais de mercado ou registro de patentes; (Fase de pré-incubação, admitindo a primeira rodada de financiamento).

(...)

Desenvolvimento:

- Venture Capital – Early Stage: Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões. (Segunda rodada de financiamento).

- Venture Capital – Later Stage: a empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que podem ser criados pela geração interna de veículos de investimento para ampliar a comercialização, melhoraria de produto, aumento da capacidade produtiva, distribuição, etc. A empresa pode ou não ter atingido o break-even. Ocorre nesta fase a terceira e quarta rodadas de financiamento.

Expansão:

- Private Equity – Growth: Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa já estabelecidas com linhas de produtos e marca consolidada. O aporte é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido e formação de marca. A taxa de crescimento de vendas é usualmente superior a 25% a.a. neste estágio.

Maturidade:

- Private Equity – Later Stage: Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento alta e estável, fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e pode ser caracterizada como plataforma de expansão e aquisição de empresas do mesmo setor (ABDI, 2009, p. 70-71).

Sobre este tema, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP, 2014) explica, através da sua apresentação institucional, que empresas com faturamento de até R\$ 5 milhões costumam receber aportes de R\$ 2 a R\$ 5 milhões, de fundos de capital semente.

Empresas com faturamento entre R\$ 5 e R\$ 100 milhões costumam receber aportes de R\$ 5 a R\$ 30 milhões através de fundos de *venture capital*. Por fim, empresas com faturamento acima de R\$ 100 milhões recebem investimentos acima de R\$ 30 milhões, via fundos de *private equity*.

É possível perceber que estes fundos de investimento se diferem quanto ao momento em que o aporte é realizado pelo fundo. Assim, quanto mais a *startup* se desenvolve, se consolida no mercado e aumenta o seu faturamento, maior será o aporte recebido do fundo de investimento.

Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Lisboa esclarecem que os fundos de investimento *venture capital* e *private equity* possuem outras diferenças, como o estágio de maturação da *startup* que recebe o investimento, o volume de recursos aportados pelo fundo, a capacidade de perda de capital investido e a participação societária adquirida pelo fundo.

Nas palavras dos autores:

Veículos de VC atuam em estágios mais iniciais do ciclo de vida da investida, como capital semente e recursos necessários ao início de operação e momentos imediatamente posteriores, enquanto veículos de PE atuam em fases de expansão de atividades, aquisição de concorrentes e preparação para abertura de capital.

Com relação ao volume de recursos aportados, veículos de PE aportam mais dinheiro que veículos de VC, conforme já abordado anteriormente. Ainda, veículos de VC são mais propensos ao risco de perda da integralidade do capital investido em relação aos veículos de PE, que possuem menor tolerância a este risco, do que decorre que o retorno esperado pelos primeiros é substancialmente maior do que aquele desejado pelos segundos.

Por fim, veículos de PE geralmente adquirem o controle da investida, enquanto veículos de VC adquirem participação relevante, que lhe assegure influência efetiva na gestão da investida, sem, no entanto, assumir o controle societário (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 113-114).

Por se tratar de investimento em *startups* mais desenvolvidas ou em estágio mais avançado, mas, ainda assim, com alto grau de risco, a necessidade de manutenção da credibilidade do gestor, bem como o montante investido consistir em dinheiro de terceiros investidores, o *venture capital* e o *private equity* demandam maior cautela no momento de escolher a *startup* que receberá o aporte financeiro e, ainda, no momento de formalizar o financiamento.

Daí a necessidade de realizar um procedimento de *due diligence* mais detalhado e aprofundado do que outros investimentos cujo valor investido é mais baixo, como, por exemplo, no caso de investimento anjo. Assim, serão avaliados, principalmente, o desempenho e regularidade da *startup* investida, bem como a validação do seu produto ou serviço e a análise

dos fundadores e dos seus gestores, além de documentos legais, contábeis, fiscais, financeiros e comerciais (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 115).

A depender do resultado obtido ao final da diligência, podem ocorrer os chamados *deal breakers*, que são descobertas do investidor que fazem com que o investimento não seja concretizado (ABDI, 2011, p. 167).

O estudo elaborado pela ABDI sugere que os *deal breakers* decorrem, principalmente, de três fatores: o próprio negócio da *startup*, a cultura dos administradores da *startup* e o próprio mercado:

1. O Negócio – informalidades nas operações comerciais ou nos registros contábeis, contingências trabalhistas, ambientais e tributárias, dívidas de natureza financeira ou fiscal, transações entre partes coligadas, discrepâncias nos valores declarados dos lucros, quantidade dos ativos/tempo de conversão, entre outros;
2. A Cultura dos Administradores – diferenças culturais, nas regras de governança corporativa ou na abertura e qualidade das informações, divergências entre acionistas, etc;
3. O Mercado – mudanças nas perspectivas de mercado (tendências macro-econômicas, novas tecnologias, etc), mudanças nas condições do mercado financeiro (que podem dificultar ou impedir o acesso a instrumentos de financiamento ou restringir a capacidade de captação de recursos dos compradores), nos aspectos regulatórios, posicionamento competitivo, concorrência local e internacional, atratividade geral, entre outros (ABDI, 2011, p. 167).

Daí a importância de realizar um *due diligence* completo e aprofundado antes do fundo de investimento realizar o aporte financeiro na *startup* investida.

No Brasil, estes fundos de investimento são regulamentados pela Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016. De acordo com o artigo 1º desta Instrução, os fundos são constituídos sob a nomenclatura de Fundos de Investimento em Participações (FIP)⁸⁹, que, obrigatoriamente, devem ser previamente registrados na própria Comissão de Valores Mobiliários (artigo 2º, ICVM 578/2016).

De acordo com Carlos Martins Neto:

Nos termos da Instrução CVM no 578/2016, o FIP 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 (MARTINS NETO, 2017, p. 59).

⁸⁹ Instrução CVM n. 578/16: Art. 1º. A presente Instrução dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações (“FIP” ou “fundo”).

Caminha e Coelho explicam que um FIP possui três importantes momentos: (i) constituição; (ii) operacionalização, que se divide em período pré-investimentos e pós-investimentos, e (iii) desinvestimento. De acordo com os autores:

A vida de um FIP se divide em três grandes momentos: constituição, operacionalização e desinvestimento. A etapa de constituição é simples, consumada mediante registro na CVM, concedido automaticamente se for seguido o rito da ICVM 578— via de regra, nessa etapa o gestor já tem um desenho em mente da tese de investimentos que seguirá.

A etapa de operacionalização tem duas partes: (i) o período pré-investimentos, que envolve os esforços de venda nas ofertas de quotas para potenciais investidores, prospecção de empresas em que o FIP possa investir, estudo de mercado e auditoria financeira/jurídica das potenciais investidas (due diligence), e assinatura dos contratos de investimento com as investidas; e (ii) o período pós-investimentos, consistente no acompanhamento e influência na gestão das empresas dos portfólios (conforme detalhado abaixo).

Por fim, o processo de desinvestimento começa com a alienação para terceiros, pelo FIP, das participações que detêm nas empresas investidas, e (se o gestor teve êxito na sua estratégia) recebendo em retorno um valor relevantemente maior do que o montante originalmente pago pelas quotas/ações, conquistando assim o retorno exponencial ambicionado pelos cotistas do fundo (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 100).

A Instrução CVM 578/2016 classifica os fundos de investimento em participação em 05 (cinco) categorias, quais sejam (i) capital semente; (ii) empresas emergentes; (iii) infraestrutura (FIP-IE); (iv) produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I) e (v) multiestratégia (artigo 14, ICVM 578/2016).

De acordo com o artigo 5º, da ICVM 578/2016, o FIP deve participar ativamente da tomada de decisões da empresa investida, inclusive influenciando na definição da política estratégica e na gestão da investida. Isso se adequa ao que comumente é feito pelos fundos de *venture capital* e *private equity*, que exigem a inclusão de um representante do fundo na gestão da *startup* investida, conforme acima mencionado.

Esta participação na tomada de decisões pode se dar pela detenção de ações que integrem o bloco de controle da *startup*, por exemplo ações ordinárias com direito de voto, pela celebração de acordo de acionistas ou pela celebração de qualquer acordo, contrato ou negócio jurídico que assegure ao fundo a efetiva influência na política estratégica e gestão, inclusive por meio de indicação de membros do conselho de administração da empresa investida (artigo 6º, da ICVM 578/2016).

Neste sentido:

Os fundos de investimento em participações devem participar do processo decisório das sociedades investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

A participação do fundo no processo decisório das sociedades investidas poderá ocorrer em razão da titularidade, pelo fundo, de ações (ou cotas) que integrem o bloco de controle da companhia (ou sociedade limitada, conforme o caso) ou por meio da celebração de acordo de acionistas (ou de cotistas) ou negócio jurídico que assegure ao fundo o exercício de influência significativa na gestão das sociedades investidas (MARTINS NETO, 2017, p. 61).

Ainda sobre o assunto, explicam Caminha e Coelho:

Para conquistar tal objetivo de desinvestimento com lucro, o FIP influencia diretamente a gestão da investida e opina sobre seus rumos estratégicos – a sua intenção é aumentar a eficiência da alocação dos recursos da empresa, e, assim, a chance de valorização da participação societária. Os instrumentos jurídicos mais usados por FIPs para intervir na investida são a indicação de profissionais de sua confiança para cargos de administração na empresa e a celebração de acordo de sócios/acionistas, mas funciona qualquer estrutura jurídica que permita um impacto prático pelo FIP na gestão da empresa (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 100).

E, para viabilizar a participação do fundo na tomada de decisões, as empresas investidas constituídas sob a forma de companhia fechada devem observar as diversas práticas de governança corporativa, previstas no artigo 8º, da ICVM 578/2016⁹⁰.

Para Lucas Caminha e Gustavo Coelho (2020, p. 101), a obrigatoriedade imposta às empresas investidas, bem como ao próprio fundo, já que este somente poderá investir em empresas que observem as práticas de governança corporativa, teria como principais objetivos a proteção dos investidores, dado que a estrutura sofisticada de gestão/governança cria melhores controles sobre o uso do capital investido pelo fundo, reduz a assimetria de informações entre ele e os administradores da investida e reduz o risco de o fundo não conseguir o capital de volta.

Estas práticas de governança não são obrigatórias para as sociedades limitadas investidas pelo FIP capital semente, em razão do alto custo envolvido para a implementação destas práticas, custo este que dificilmente poderia ser suportado por uma empresa em estágio inicial (artigo 15,

⁹⁰ Instrução CVM 578/2016. Artigo 8º: Art. 8º As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança: I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente; III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

II, da ICVM 578/2016). Além disso, as companhias investidas por FIP Empresas Emergentes estão dispensadas das práticas de governança previstas nos incisos I, II e IV, da ICVM 578/2016, conforme artigo 16, II, da mesma Instrução.

Quanto ao FIP Capital Semente, somente pode realizar aportes em sociedades anônimas ou limitadas cuja receita bruta anual não ultrapasse R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), conforme apurado no exercício social encerrado no ano anterior ao primeiro aporte do fundo, bem como a empresa não tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais (artigo 15, I, ICVM 578/2016).

Como o objetivo do FIP Capital Semente é realizar aportes em empresas em tese menores, as empresas investidas estarão dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no artigo 8º, da ICVM 578/2016, conforme mencionado acima. Além disso, o FIP Capital Semente é o único que pode investir em sociedades limitadas, não apenas em sociedades anônimas como é o caso dos demais FIPs.

Já o FIP Empresas Emergentes tem como objetivo realizar o aporte financeiro em empresas que tenham receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), conforme apurado no exercício social anterior ao primeiro aporte realizado pelo fundo (artigo 16, ICVM 578/2016).

As empresas investidas por esta modalidade de fundo não podem ser controladas por sociedades que tenham ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta mil reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos mil reais), conforme artigo 16, §3º, da mesma Instrução CVM 578/2016.

Pelo que consta na referida Instrução, os fundos de *venture capital* e *private equity*, que realizam aportes em empresas nascentes, estariam inseridos na modalidade de FIP Empresas Emergentes, tendo em vista a receita bruta obtida pelas *startups* investidas. Afinal, uma *startup* que possui receita bruta acima de R\$ 16 milhões e abaixo de R\$ 300 milhões, receberia aportes dos Fundos Empresas Emergentes.

Quanto ao FIP Infraestrutura e o FIP Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, estão previstos no artigo 17, da ICVM 578/2016. Estes fundos aportam capital em ações, debêntures ou outros títulos de emissão de sociedades anônimas,

abertas ou fechadas, que desenvolvam, respectivamente, novos projetos⁹¹ de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação ou outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.

Por fim, o FIP Multiestratégia é a modalidade residual, que não se classifica nas demais categorias de fundos, pois admite investimento em diferentes tipos e portes de empresa investidas, conforme artigo 18, da ICVM 578/2016. Quanto à esta modalidade, também é possível realizar aportes em sociedades limitadas (assim como o FIP Capital Semente), desde que a sociedade investida tenha receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 e observe todos os dispositivos aplicáveis ao FIP Capital Semente.

De acordo com Edgar Reis (2018, p. 31), os fundos de *seed capital*, *venture capital* e *private equity* estariam inseridos nos FIPs Capital Semente e Empresas Emergentes. Já Lucas Caminha e Gustavo Coelho (2020, p. 103) entendem que, além do FIP Capital Semente, o FIP Multiestratégia também se enquadra como modalidade de *venture capital* e *private equity*. Os autores ainda afirmam que o FIP Capital Semente consegue abranger todo um segmento de *startups*, razão pela qual, para os autores, este seria o fundo para investimento em *startups* por excelência.

Acredita-se que, na prática, o investimento *venture capital* e *private equity* poderá ser feito através dos FIPs Capital Semente, Empresas Emergentes e Multiestratégia, pois seguem o mesmo padrão de investimento utilizado pelos fundos de *venture capital* e *private equity*, levando-se em consideração (i) o valor investido; (ii) o faturamento da *startup*; e (iii) a necessidade de participar ativamente da gestão da *startup*.

4.5 Equity crowdfunding

⁹¹ “Nos termos do artigo 17 da Instrução CVM no 578/2016, são considerados “novos projetos” aqueles implementados após 22 de janeiro de 2007, além (i) dos projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados a partir da vigência da Lei no 12.431/2011 por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação e (ii) das expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico” (MARTINS NETO, 2017, p. 74-75).

O *crowdfunding* é uma forma de captação de recursos, muito utilizado por *startups*, que se tornou mais popular com o avanço da tecnologia e a utilização, tanto pelas empresas nascentes, quanto pelos investidores, de diversos recursos digitais capazes de auxiliar na aproximação entre investidor e investida.

Trata-se de um financiamento coletivo (da tradução literal, *crowd* significa multidão, coletivo, enquanto *funding* significa financiamento), ou, como aduz Eduardo Goulart Pimenta (2020a, p. 341), uma “captação pulverizada do capital de terceiros”, por meio do qual uma pluralidade de indivíduos financia algum projeto, ideia ou empreendimento através de uma plataforma eletrônica.

Neste sentido, explicam Daniel Bushatsky e Wagner Doñate Rocco:

Neste contexto simbólico, conceitua-se o “Crowdfunding”, uma expressão de origem da língua inglesa que pode ser traduzida, de forma segmentada, pela palavra “crowd” (multidão) e “funding” (financiamento), contextualizando assim um “financiamento pela multidão” ou, como termo já utilizado correlato, “financiamento coletivo”. Sua conceituação pode ser expressa pela forma de captação de recursos financeiros em favor de pessoas, organizações e empresas, oriundos de um grande número de indivíduos ou organizações por meio de uma plataforma eletrônica. O cerne deste tipo de captação de recursos está amalgamada à forma pulverizada de investidores não conhecidos, exalado pelo próprio termo “crowd” (multidão) que compõe a expressão (BUSHATSKY; ROCCO, 2020, p. 181)

É popularmente conhecido como vaquinha online (PORTO, 2018, p. 80), pois o objetivo é arrecadar investimentos com valores baixos, mas em grande quantidade, por vários financiadores que, embora possam ter perfis e expectativas diferentes, compartilham a mesma vontade de financiar um projeto ou um empreendimento⁹².

O *crowdfunding*, então, é uma forma de financiamento em que pessoas físicas e/ou jurídicas conseguem acessar uma grande quantidade de investidores para financiar seus projetos, os seus empreendimentos, a sua ideia e a sua *startup*. É uma alternativa à captação de recursos, uma alternativa ao sistema financeiro tradicional, pois o objetivo é financiar um projeto ou atividade sem precisar passar pelos custos, juros e garantias exigidos pelo sistema bancário, quando ocorre o fornecimento de crédito.

⁹² É o que afirmam Gaël Leboeuf e Armin Schwiembacher: “*The crowd represents a pool of potential funders, each with a different profile and expectations but sharing the same willingness to finance a project or an entrepreneur*” (LEBOEUF; SCHWIENBACHER, 2018, p. 11).

Para Cumming e Hornuf (2018, p. 3), justamente por não ter a intermediação de uma instituição financeira tradicional, o *crowdfunding* pode reduzir os custos de transação e tornar os serviços mais eficientes em termos de custo⁹³.

Neste sentido, também explicam Adriano Fábio Cordeiro da Silva e Adelgício De Barros Correia Sobrinho:

Assim, pode-se chegar ao conceito de que o contrato de Crowdfundig é uma espécie contratual que tem por base a aproximação por meio da rede mundial de computadores de um apoiador (pessoa física ou jurídica) para trazer fundos, de forma gratuita ou onerosa, para um empreendedor (pessoa física ou jurídica) que utiliza de um terceiro (que pode ser ele mesmo) chamado de plataforma de intermediação, sendo que esta última responde apenas em caso de má-fé quanto ao negócio, uma vez que a hipótese contratual por sua natureza apresenta riscos (SILVA; SOBRINHO; 2019, p. 63).

Caio Sasaki Godeguez Coelho⁹⁴ exemplifica:

Esse processo de busca de dinheiro na “multidão” geralmente concretiza-se da seguinte forma: determinado indivíduo tem alguma ideia, projeto ou empreendimento e deseja executá-lo. Entretanto, sua execução depende de recursos financeiros. O idealizador do projeto, então, divulga-o na internet, geralmente através de um portal específico para tanto. A partir disso, o projeto fica disponível para consulta dos internautas, os quais podem optar por apoiar o idealizador e contribuir com pequenas quantias de dinheiro para sua viabilização. esta contribuição pode vir sob a forma de doação, empréstimo ou até mesmo investimento com expectativa de retorno e, a partir das contribuições financeiras feitas por eles, possibilita-se que o projeto se concretize (COELHO, 2018, p. 16-17).

A captação de recursos através do *crowdfunding* traz a presença de três figuras: o autor de um projeto, que geralmente é um empreendedor ou uma *startup* que busca recursos financeiros para financiar o projeto, o colaborador ou investidor, que é a pessoa que vai financiar o projeto, de forma gratuita ou onerosa, através do investimento feito pela plataforma, e a plataforma eletrônica que faz a intermediação entre o empreendedor e o investidor. É possível perceber, assim, que, em se tratando de *crowdfunding*, haverá três relações jurídicas diferentes: uma relação entre o empreendedor e o investidor, uma relação entre o empreendedor e a plataforma, e outra relação entre o investidor e a plataforma (TERRA, 2018, p. 1138).

⁹³ Nas palavras dos autores: “Depending on the jurisdiction under which platforms are operating, their business models often cut out traditional financial intermediaries. On the upside, this might reduce transaction costs and make financial services more cost-efficient” (CUMMING; HORNUF, 2018, p. 3).

⁹⁴ Para o autor, o *crowdfunding* não exige, necessariamente, que a transferência de recursos seja feita exclusivamente pela internet. O autor entende que a internet é apenas uma forma para a captação de recursos através do *crowdfunding*, mas outras formas também podem ser utilizadas, como campanhas televisivas (COELHO, 2018, p. 17).

O *crowdfunding* é um gênero, que dá origem a várias espécies⁹⁵, tais como (i) *crowdfunding* de doação⁹⁶, em que se busca a obtenção de recursos para financiamento de algum projeto social, como, por exemplo para pagamento de alguma cirurgia; (ii) *crowdfunding* de contribuição ou recompensa, em que o colaborador financia o projeto e, em contrapartida, o autor assume a obrigação de recompensar os colaboradores com algum benefício quando projeto for realizado; (iii) *crowdfunding* de empréstimo ou *lending*, em que o investidor empresta dinheiro para o empreendedor através da plataforma e, como contraprestação, após um prazo estabelecido, tem-se a devolução do valor emprestado somado ao pagamento de juros; e (iv) *crowdfunding* de investimento ou *equity crowdfunding*, em que a contrapartida ao financiamento são títulos ou participação societária do empreendimento que receberá o investimento, chamado de *equity* (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 144).

Sobre as espécies de crowdfunding, Douglas Cumming e Lars Hornuf explicam:

Crowdfunding encompasses four major business models. The donation-based crowdfunding model involves, for example, the funding of philanthropic and research projects. Under this model, backers donate money to support a project without expecting compensation. This differs under the reward-based crowdfunding model in which backers are promised tangible or intangible perks, such as a supporter T-shirt or having their name posted on the campaign website. At times, the reward-based model of crowdfunding may resemble a pre-purchase, such as when backers fund a product or service they wish to consume and which is still to be developed by the entrepreneur. Under these models, the crowd is referred to as backers, because they do not invest but donate their funds or pre-purchase a product or service. Popular examples are video games (e.g., Star Citizen) or the Pebble smartwatch. Portals include, for example, Crowdfunder.co.uk, Indiegogo, Kickstarter, and Startnext. Crowdfunding—which is also referred to as investment-based crowdfunding, securities crowdfunding, or equity crowdfunding—is a subcategory of crowdfunding and refers to an alternative form of external finance for firms in countries that permit the solicitation of the general public. The solicitation often takes place without or with a “light” version of a securities prospectus (e.g., JOBS Act Title III in the USA or the Small Investor Protection Act in Germany). The crowd participates in the uncertain future cash flows of a firm via equity, mezzanine, or debt finance. The crowd is referred to as investors, as they make a financial decision and do not consume a product. Portals include, for example, Companisto, Crowdcube, Republic, Seedrs, Seedmatch, and WiSeed. Crowdlending is another subcategory of crowdfunding where loans are extended to an individual or firm at a fixed interest rate. The crowd is referred to as lenders. Unlike in

⁹⁵ Como explica Terra, estas modalidades de *crowdfunding* apresentam características próprias e estão pautadas na liberdade contratual e autonomia privada das partes. Algumas destas relações se enquadram nas espécies de contratos previstos no Código Civil. E justamente pela liberdade contratual e autônoma privada, os contratos previstos no Código Civil são exemplificativos, motivo pelo qual outros contratos, com outras características podem ser criados pelas partes (TERRA, 2018, p. 1138).

⁹⁶ Douglas Cumming e Lars Hornuf explicam que, no ano de 2015, o *crowdfunding* de doações atingiu um volume global de 2,85 bilhões de dólares, enquanto o *crowdfunding* de recompensa 2,68 bilhões de dólares. Já o *crowdfunding* de investimento atingiu a marca de 2,50 bilhões de dólares (CUMMING; HORNUF, 2018, p. 17).

the crowdfunding domain, repayment by the borrowers starts immediately. Portals include, for example, LendingClub, FundingCircle, and Auxmoney (CUMMING; HORNUF, 2018, p. x-xi).

Neste contexto, o *crowdfunding* pode se apresentar como novidade para as grandes classificações contratuais do direito brasileiro, pois se convola em modelo contratual amplo que envolve desde modalidades gratuitas a onerosas, além de ser capaz de trabalhar longe das bases territoriais (SILVA; SOBRINHO; 2019, p. 61).

Todas estas modalidades de *crowdfunding* podem seguir dois caminhos: o chamado *all-or-nothing* (ou tudo ou nada, da tradução literal), em que é posta uma condição futura na campanha de arrecadação, estabelecendo-se uma meta de valores a serem arrecadados e, apenas se ela for alcançada, o valor arrecadado será repassado ao destinatário. Caso não seja, o valor é devolvido aos colaboradores. O outro caminho é o *keep it all* (ou mantenha tudo, da tradução literal), em que todo o valor arrecadado é repassado para o destinatário, ainda que a meta não seja alcançada. Neste caso, o colaborador assume o risco quanto ao êxito do projeto (TERRA, 2018, p. 1141-1142).

Na presente dissertação, será abordada apenas o *crowdfunding* de investimento (ou *equity crowdfunding*), tendo em vista que o escopo do presente trabalho é abordar as formas de investimento em *startups*⁹⁷.

No Brasil, o *crowdfunding* de investimento é regulamentado pela Instrução CVM n. 588, de 13 de julho de 2017^{98 99 100}. Esta regulamentação não é destinada a todas as modalidades de financiamento participativo, mas apenas ao *crowdfunding* de investimento (*equity crowdfunding*). Inclusive, prevê expressamente o artigo 2º, §1º, da ICVM 588/2017, que essa regulamentação

⁹⁷ Para um estudo aprofundado sobre as diversas espécies de *crowdfunding*, vide: SILVA, Adriano Fábio Cordeiro da; SOBRINHO, Adelgício de Barros Correia. **Crowdfunding enquanto contrato virtual: uma análise da natureza jurídica e de suas espécies**. In PINTO, Danielle Jacon Ayres; BASTOS, Elísio Augusto Velloso; ROVER, Aires Jose. Direito, governança e novas tecnologias. Florianópolis: CONPED1, 2019. COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018.

⁹⁸ A Instrução 588/2017, da CVM foi fruto de uma audiência pública realizada após a publicação de um edital em 08 de agosto de 2016, pela CVM, com uma minuta prévia da instrução. O intuito desta audiência pública foi permitir que a sociedade e interessados pudessem se manifestar e apresentar sugestões à minuta prévia.

⁹⁹ A presente dissertação não almeja destrinchar a ICVM 588/2017 por completo, mas apenas levantar alguns pontos relevantes para a pesquisa.

¹⁰⁰ No Brasil, também há a regulamentação do *crowdfunding* para financiamento de campanhas políticas, conforme Lei n. 13.488/2017, que alterou a Lei n. 9.504/1997. Porém, estas legislações não serão objeto de estudo desta dissertação.

não se destina ao *crowdfunding* que tem como contraprestação brindes, recompensas, bens ou serviços.

Referida Instrução define o *crowdfunding* de investimento no artigo 2º, I, como:

A captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução (CVM, 2017).

A Instrução CVM 588/2017 prevê alguns requisitos para que o empreendedor ou *startup* possam captar recursos através do *crowdfunding* de investimento. A *startup* deve ser empresa de pequeno porte. Porém, não é a mesma empresa de pequeno porte prevista na LC 123/06, que dispõe que para ser EPP, deve ter receita bruta anual de até R\$ 4.800.000,00. Para a ICVM 588, empresa de pequeno porte é a que tem receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (art. 2º, III, ICVM 588/2017).

Caso a *startup* seja controlada por outra pessoa jurídica, a receita bruta de R\$ 10 milhões é de todo o grupo, isto é, *startup* e pessoa jurídica controladora, e não apenas da empresa que capta os recursos (art. 2º, §3º, ICVM 588/2017). Além disso, a empresa que fará a captação de recursos não poderá estar listada como emissora de valores mobiliários na CVM (art. 2º, III, ICVM 588/2017).

Os recursos levantados pela *startup* não podem ser superiores a R\$ 5.000.000,00 por campanha e esta campanha não pode durar mais que 180 dias (art. 3º, ICVM 588/2017). Ainda, a empresa não poderá fazer outra campanha de captação de recursos pelo prazo de 120 (cento e vinte) dias após encerrar uma captação de recursos com êxito (art. 3º, §4º, ICVM 588/2017).

Os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não poderão ser utilizados para: a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades; b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades (artigo 3º, V, ICVM 588/2017). Para Daniel Bushatsky e Wagner Doñate Rocco, isso promove o crescimento da atividade empresarial, especialmente *startups*, criando assim novos negócios e possíveis competidores no mercado em benefício ao avanço da atividade e público consumidor (BUSHATSKY; ROCCO, 2020, p. 200).

O investidor também precisa respeitar algumas condições previstas na própria Instrução. De acordo com o artigo 4º, da ICVM 588/2017, o valor total aplicado pelo investidor não pode ultrapassar R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário. Bushatsky e Rocco (2020, p. 200) aduzem que este limite tem como objetivo proteger o investidor.

Este limite está em consonância com o objetivo do *crowdfunding*, que seria um grande número de investidores, que investem um valor relativamente menor que outras formas de captação de recurso, como *Venture Capital* ou Investidor Anjo.

Porém, há algumas exceções quanto ao limite de aportes financeiros previstas no próprio artigo 4º, da ICVM 588/2017, que é o caso do investidor líder¹⁰¹, investidor qualificado¹⁰² e o investidor cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

A plataforma, que é chamada de “plataforma eletrônica de investimento participativo” pela CVM, também deve cumprir alguns requisitos para operar, como ser pessoa jurídica constituída no Brasil, dispor de capital social integralizado de pelo menos R\$ 100.000,00 e garantir que possui procedimentos e tecnologias adequados para a prestação do serviço (art. 13, Instrução 588/2017 da CVM).

A plataforma também deve disponibilizar informações mínimas sobre o projeto que está realizando a captação de recursos, através de uma página na internet, contendo, inclusive, alguns documentos jurídicos, como contrato social da sociedade investida e outros documentos relevantes para a tomada de decisão no investimento (artigo 8º, ICVM 588/2017).

A Instrução 588/2017 prevê a possibilidade de criação dos chamados sindicatos de investimentos (artigos 32 e seguintes), bem como a figura do investidor líder (artigos 35 e seguintes). Nos sindicatos de investimento, há um grupo de investidores interessados em apoiar uma campanha. Então eles se unem e seguem um investidor-líder. A partir daí, cria-se o que a Instrução Normativa chama de um veículo de investimento, que pode ser um fundo ou uma SCP, por exemplo, para realizar o investimento.

¹⁰¹ De acordo com o artigo 2º, VI, da ICVM 588/2017, o investidor líder é a pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento, seja na liderança de rodadas de investimento ou com a realização de investimentos pessoais em sociedades empresárias de pequeno porte, e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo.

¹⁰² De acordo com o artigo 9-B, da ICVM 539/2013, investidor qualificado é aquele investidor que possui mais de R\$ 1 milhão (um milhão de reais) investido.

O investidor líder é aquele investidor experiente que vai liderar este sindicato de investimento. É ele quem escolhe qual empreendimento receberá o investimento do sindicato. O investidor líder deve expor, de maneira fundamentada, as razões da sua escolha. O artigo 36, da ICVM 588/2017 traz como requisitos do investidor líder:

- I – não deter, anteriormente à oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública;
- II – realizar investimento de recursos próprios na sociedade empresária de pequeno porte de pelo menos 5% (cinco por cento) do valor alvo mínimo de captação na oferta pública e nos mesmos termos dos demais investidores apoiadores do sindicato;
- III – não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;
- IV – não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e
- V – não ter sofrido, nos últimos 5 (cinco) anos, punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil, da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Lucas Caminha e Gustavo Coelho ressaltam a importância do investidor líder:

Outra figura presente na ICVM 588 é a do investidor líder: um representante dos demais investidores nas interações com a startup e com a plataforma (o que ajuda a reduzir as naturais assimetrias de informação sofridas por investidores). Como ele atuará de perto com a startup, o líder também pode oferecer mentoria e networking para maximizar a chance de sucesso do investimento. Dado que ele pode receber uma taxa variável de acordo com o sucesso da startup (tal como a plataforma), o líder precisa cumprir certos requisitos formais que mitigam conflito de interesse, como *skin in the game* (investir pelo menos 5% do valor alvo da oferta) e nunca ter tido participação de 20% ou mais naquela startup (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 82).

As figuras do sindicato e investidor líder são importantes para reduzir a assimetria informacional entre os investidores e as investidas, pois por se tratar de um investimento destinado a qualquer pessoa, muitos não tem conhecimento técnico de obter informações necessárias da sociedade investida.

Sobre o sindicato de investimento e o investidor-líder, Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Lisboa explicam:

Outro conceito relevante introduzido pela Instrução CVM 588 é o de “sindicato de investimento participativo”, que seria o pool de investidores que têm interesse em investir na oferta de valores mobiliários de uma startup. O sindicato pode ou não ter constituído um veículo de investimento (como uma sociedade ou um fundo) para participar da oferta e deve estar vinculado a um “investidor líder”, com comprovada experiência de investimentos. Com a criação da figura do investidor líder, a CVM teve por objetivo diminuir a assimetria informacional entre os investidores do sindicato e a startup. Caberá ao investidor líder explicar os motivos pelos quais deseja investir em dada startup, bem como auxiliar os demais investidores no processo de tomada de decisão de investimento (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 145).

Portanto, o *equity crowdfunding*, é uma forma de captação de recursos muito atrativa para *startups*, principalmente aquelas em estágio embrionário e inicial de maturação, tendo em vista que recebe apoio financeiro coletivo através de uma plataforma eletrônica e, assim, não precisa se submeter aos altos juros cobrados pelas instituições financeiras.

4.6 IPO - Initial Public Offering

Após o capital recebido pelos fundos de *private equity*, tem-se a última forma de captação de recursos por parte das empresas nascentes: a *Initial Public Offering (IPO)*, que pode ser traduzido como Oferta Pública Inicial.

Ocorre quando a *startup* já está em um estágio avançado de maturação e realiza a abertura do seu capital na bolsa de valores, negociando, assim, os seus valores mobiliários, principalmente as suas ações, no mercado de capitais¹⁰³.

De acordo com Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana:

A Inicial Public Offering (IPO), ou Oferta Pública Inicial, corresponde ao procedimento de abertura de capital da startup, de modo a iniciar a negociação das suas ações na bolsa de valores. Neste estágio, deixa de ser uma startup, passando a configurar uma empresa desenvolvida e consolidada.

Este é o topo da escada. Empresas que chegaram a este degrau são consideradas bem sucedidas e para que continuem crescendo devem captar mais dinheiro. Para chegar até aqui o empreendedor subiu todos os degraus que já foram citados e para compensar o

¹⁰³ Conforme preleciona o artigo 2º, da Lei 6.385/76, os valores mobiliários negociados no mercado de capitais são: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

trabalho duro, estes costumam vender uma grande porcentagem de ações para fazer milhões no dia do IPO (PIMENTA; LANA, 2021, p. 65).

Com a abertura do seu capital na bolsa de valores, a empresa nascente deixará de ser uma *startup*, tornando-se uma empresa desenvolvida e consolidada no mercado. Ainda assim, com o *IPO*, será possível levantar capital através do investimento de diversos investidores, que poderão comprar ações ou outros títulos da empresa no mercado de valores mobiliários.

No Brasil, para realizar o *IPO*, a *startup* deverá estar constituída sob a forma de uma sociedade anônima, submetendo-se à Lei 6.404/76. Além disso, deverão ser observadas as regras e procedimentos impostos Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003.

Erik Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Liboa explicam que a oferta pública deverá ser previamente registrada na CVM e, por se tratar de um procedimento custoso e demorado, uma instituição autorizada pela CVM deverá intervir para coordenar a oferta, sendo responsável, perante a CVM e investidores, pela veracidade, suficiência, consistência e qualidade das informações prestadas (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 142). Além disso, a *startup* precisará desenvolver um prospecto, que é um documento que contém as principais informações sobre o *IPO*, sobre a própria *startup*, bem como fatores de risco envolvidos no investimento, de modo a permitir ao investidor tomar uma decisão consciente no que concerne ao investimento. O procedimento de *IPO* pode demorar até 6 meses, a depender da complexidade da estrutura proposta para a captação (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 142).

Conforme será explicado no tópico seguinte, o *IPO* também é uma forma de desinvestimento, ou saída do investimento.

4.7 Desinvestimento (*exit*)

O objetivo de todo investidor é obter lucro com o seu investimento. Da mesma forma acontece com aqueles que alocam recursos em empresas nascentes. Afinal, acredita-se que o investidor, ainda que não tenha muito conhecimento sobre o ecossistema das *startups*, espera obter retorno financeiro com o investimento realizado. O mesmo acontece com os próprios fundadores da *startup*. Ainda que não tenham o objetivo de se retirar da sociedade e deixar de participar ativamente da gestão do empreendimento, obter retorno financeiro é primordial. O objetivo de obter lucro é, inclusive, um dos pressupostos da existência do mercado, ao lado da

geração de excedente de bens ou serviços e a existência de mecanismos econômicos e jurídicos que viabilizem a troca de titularidade destes (PIMENTA, 2020a, p. 27).

O desinvestimento, também chamado de *exit* ou saída do investimento, é uma das formas do investidor obter lucro com o investimento realizado na *startup*. Como explica Evandro Fernandes de Pontes (2019, p. 148), “a saída é um evento jurídico que terá por fim liquidar (total ou parcialmente) a posição de um acionista, sócio, investidor ou credor de um empreendimento, qual seja, a saída transforma uma determinada posição jurídica em dinheiro”.

O desinvestimento é um evento de liquidez, pois é a forma do investidor liquidar a sua participação na *startup* investida. Isto se dá porque o investimento não costuma ser eterno, pois na maioria dos investimentos em empresas nascentes, o objetivo do investidor é aumentar o valor de suas quotas ou ações ao longo dos anos, conforme a *startup* aumenta o seu valor de mercado, também conhecido como *valuation*¹⁰⁴, e vende-las com grande retorno de capital quando surgir uma oportunidade de desinvestimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 202). Este fenômeno pode demorar muito tempo para ocorrer. Caminha e Coelho explicam que o investidor anjo costuma esperar 3 (três) a 7 (sete) anos para realizar o desinvestimento, enquanto fundos de *venture capital* e *private equity* podem demorar até 14 (quatorze) anos para fazê-lo. O desinvestimento pode ser feito de duas formas: através de um *IPO*, com a abertura do capital da *startup* na bolsa de valores, e pela venda da participação societária do investidor (LANA; PIMENTA, 2021, p. 75).

Quanto ao *IPO*, conforme foi exposto no capítulo 4.6 desta dissertação, se trata da abertura do capital da *startup* na bolsa de valores, ocasião em que haverá liquidez na companhia, pois as suas ações poderão ser vendidas e compradas por qualquer investidor no mercado de ações. Sobre os benefícios da *startup* abrir o seu capital, Edgar Vidigal de Andrade Reis aduz que:

Um dos grandes benefícios decorrentes da abertura de capital é trazer liquidez para as ações da companhia, que passam a ser negociadas de maneira mais ampla, por estarem acessíveis para uma quantidade maior de investidores. Em algumas hipóteses, inclusive, pode ser a única forma de desinvestimento, caso o sócio que deseja alienar a sua participação não encontre compradores fora do mercado de valores mobiliários. Outro benefício de grande importância é a possibilidade de conseguir mais investimentos para a companhia, ao emitir novas ações que serão ofertadas em bolsa, acessando assim

¹⁰⁴ “A avaliação do Negócio (também conhecida pelo termo em Inglês “Valuation”) estima o valor da empresa, ou seja, quanto se deve hoje pagar para comprar o direito de receber todos os benefícios econômicos e financeiros advindos da empresa no futuro” (ABDI, 2011, p. 212).

os recursos de poupanças populares, os quais são inacessíveis para as companhias de capital fechado (REIS, 2018, p. 35).

E, quanto à venda da participação societária, também entendida como aquisição privada da *startup*, consiste na alienação, total ou parcial, da participação societária que um investidor ou empreendedor possui no empreendimento. Os compradores da participação societária podem ser outros sócios da própria *startup*, investidores que visam o retorno financeiro, outras empresas que desejam se inserir no mercado que a *startup* está inserida ou tenham interesse em utilizar o seu produto ou serviço em benefício do seu negócio e, também, concorrentes da *startup*, que desejam ampliar a participação que possuem no mercado (REIS, 2018, p. 34). Percebe-se que a aquisição privada da participação societária não necessariamente será feita de forma financeira, com o objetivo de participar de eventual lucro advindo da sociedade. Compradores também optam por comprar a participação na *startup* de forma estratégica, para utilizar um produto ou um bom profissional da *startup*, com conhecimentos técnicos específicos, bem como para iniciar ou ampliar a sua atuação em determinado mercado. Neste sentido, explicam Caminha e Coelho:

Por outro lado, na aquisição privada estratégica, provavelmente pouco importa se a startup está gerando ou vai gerar renda no futuro. A empresa interessada deseja a startup para integrar a inovação em sua própria estrutura, com o objetivo de criar sinergias, aumentar receita e ganhar vantagem sobre seus concorrentes – em outras palavras, os ativos da startup são usados para reforçar a posição no mercado do incumbente. Ofertas estratégicas são a regra em desinvestimentos privados – bem mais comum do que ofertas financeiras – porque visam apenas a inovação e/ou o empreendedor, não um negócio pronto. Dessa forma, muitas startups já são criadas com o endgame de serem compradas (às vezes até com adquirentes específicos em mente, como uma bigtech) (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 205).

De acordo com Lucas Caminha e Gustavo Coelho (2020, p. 205-209), as aquisições estratégicas da participação societária são mais presentes em *startups* voltadas para a tecnologia da informação, financeiro, biotecnologia, *softwares*, pesquisas, exploração mineral, agrotecnologia, hardwares de computadores e telecomunicações.

Portanto, o desinvestimento consiste na saída do investimento por parte daquele que detém alguma participação no empreendimento, podendo ocorrer através do *IPO* da *startup* ou pela venda, pelo investidor, da sua participação societária.

5 FORMAS DE OBTENÇÃO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA EM INVESTIMENTOS EM *STARTUPS*

O investidor que aporta capital em empresas nascentes almeja obter algum retorno financeiro como contraprestação ao investimento realizado. Esta contraprestação pode se dar pela simples restituição do valor investido, devidamente corrigido e acrescido de juros, ou através de *equity*, que é uma participação societária na *startup*, ocasião em que o investidor se tornará sócio no empreendimento.

Assim, neste capítulo, serão abordadas algumas formas de obtenção da participação societária da *startup* por parte do investidor, que são comumente utilizadas no ecossistema inovador¹⁰⁵, tais como mútuo conversível em participação societária, debêntures conversíveis em participação societária, opção de compra da participação societária, opção de subscrição da participação societária e contrato de *vesting*.

Por fim, serão abordadas algumas cláusulas típicas e comumente utilizadas pelas partes, principalmente por exigência dos investidores, em contratos de investimento em *startups*.

5.1 Mútuo conversível em participação societária

O mútuo¹⁰⁶ conversível em participação societária nada mais é do que um empréstimo realizado pelo investidor à *startup*, estabelecendo-se um percentual de juros e, em contrapartida ao empréstimo realizado, em um momento futuro, caso ocorrida alguma hipótese previamente definida no contrato, o investidor poderá optar por, ao invés de receber da *startup* o valor emprestado com juros, converter o seu crédito em participação da sociedade.

Esta é uma das formas de contrato expressamente prevista no Marco Legal das Startups para a captação de recursos pela empresa nascente, conforme artigo 5º, §1º, IV.

Leonardo Santana entende que o contrato de mútuo conversível em participação é um instrumento híbrido, pois o objetivo é o empréstimo de um valor pelo investidor à *startup*, em

¹⁰⁵ O Marco Legal das Startups (LC 182/2021) prevê, em seu artigo 5º, §1º, algumas destas modalidades, esclarecendo que os aportes realizados através dos instrumentos aqui descritos não serão considerados integrantes do capital social da empresa. Interessante pontuar que o rol previsto neste dispositivo é exemplificativo, tendo em vista que o artigo 5º, §1º, VII, da LC 182/2021 prevê a possibilidade de outros instrumentos de aporte de capital celebrados entre o investidor e a empresa investida.

¹⁰⁶ Artigo 586, do Código Civil: O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

que todos os sócios desta anuem com a possibilidade futura da conversão da dívida em subscrição e integralização de quotas da sociedade (SANTANA, 2017, p. 92).

Veja-se o que escreve Edgar Reis:

O mútuo conversível em participação societária é celebrado entre a startup e o investidor, com a assinatura dos sócios-fundadores como anuentes. Nele, o investidor empresta certa quantia para a sociedade, estabelecendo os juros e correção monetária devidos, e prevendo as hipóteses em que o investidor poderá optar por substituir a obrigação da sociedade em quitar o mútuo com dinheiro pela conversão do seu crédito em uma fatia da participação societária na startup. Referida conversão é realizada por meio de emissão de novas quotas ou ações (dependendo do tipo societário) da startup, a serem subscritas e integralizadas pelo investidor, seguindo critérios predeterminados quando da celebração do contrato de mútuo (REIS, 2018, p. 94).

De acordo com Leonardo Santana, o contrato de mútuo conversível em participação foi inspirado nas *convertibles notes* do direito estadunidense¹⁰⁷, mas adaptado às *startups* embrionárias, que não estão constituídas sob a forma de sociedades anônimas (SANTANA, 2017, p. 92).

Logo, o mútuo conversível em participação dá ao investidor o direito, de acordo com o progresso da *startup*, findo o prazo do contrato ou ocorrendo alguma situação previamente definida, optar por reaver o valor inicialmente emprestado, devidamente corrigido e acrescido de juros previamente pactuados, ou converter o montante emprestado em participação societária da *startup*.

Naturalmente, ao final do contrato, caso o investidor perceba que a *startup* é promissora e está em constante evolução, tenderá a optar pela conversão do empréstimo em participação societária. Porém, caso o investidor perceba o oposto, isto é, que a *startup* não terá um futuro promissor pela frente, optará por reaver o valor emprestado.

Afinal, no momento do aporte financeiro, o investidor não se torna sócio da empresa nascente, mas sim o seu credor. Justamente por este motivo, antes da conversão, o investidor não tem nenhum direito exclusivo de sócio, como a ingerência na administração da sociedade e direito de voto (REIS, 2018, p. 95).

¹⁰⁷ De acordo com o autor: “No Brasil, os instrumentos que mais se assemelham com as *convertibles notes* ou *convertibles debts*, são as debêntures conversíveis, instituídas pelo art. 57 da Lei das Sociedades (Lei 6.404, de 15.12.1976) (...). Entretanto, para o advento das debêntures conversíveis, se faz necessária a conversão destas pequenas empresas Ltda’s, em Sociedades por Ações, também conhecidas como Sociedades Anônimas, que é um tipo societário um pouco mais complexo e menos comum em Startups embrionárias. Esta complexidade por vezes inviabiliza a captação de recursos por meio de emissão de debêntures conversíveis” (SANTANA, 2017, p. 92)

Santana enumera as situações habituais que, comumente, ensejam ao investidor a conversão do aporte em participação societária, que seria (i) na data do vencimento do contrato; (ii) em caso de alteração do controle societário da *startup*; (iii) transformação do tipo societário da *startup* em sociedade por ações; (iv) uma eventual oferta pública de ações da *startup*; e (v) em caso de nova rodada de investimento (SANTANA, 2017, p. 98).

Além destas situações, o autor também enumera outros gatilhos que podem ser previstos no contrato para a antecipação da conversão por parte do credor, tais como o descumprimento de alguma obrigação prevista no contrato pela *startup* ou o aumento de capital da *startup* sem a aprovação do investidor (SANTANA, 2017, p. 98).

Edgar Reis explica que a vantagem de formalizar o aporte financeiro através do contrato de mútuo conversível em participação é que os empreendedores não precisam se submeter às taxas e juros cobrados pelas instituições financeiras, bem como os fundadores podem manter a gerência da sociedade. Além disso, a negociação costuma ser mais rápida e menos custosa para as partes. Para o investidor, este mitigará eventuais riscos de ser responsabilizado pelas ações dos empreendedores antes da conversão e, ainda, poderá optar por reaver o seu investimento caso a *startup* não seja promissora (REIS, 2018, p. 98-99).

Portanto, o mútuo conversível em participação societária nada mais é do que um empréstimo realizado pelo investidor à *startup*, tendo como contrapartida a opção de converter o empréstimo realizado em ações ou quotas da sociedade.

5.2 Debêntures conversíveis em participação societária

Assim como acontece com o contrato de mútuo, as debêntures¹⁰⁸ emitidas pela *startup* para captação de recurso também podem ser convertidas em participação societária¹⁰⁹. Porém,

¹⁰⁸ De acordo com Waldo Fazzio Junior (2019, p. 279): “As debêntures são títulos nominativos representativos de empréstimo público contratado pela companhia. São autênticos títulos de crédito (títulos executivos extrajudiciais), à medida que gozam dos atributos de autonomia e literalidade, conferindo direito de crédito contra a companhia. São títulos de dívida criados pela companhia”.

¹⁰⁹ Lei 6.404/76. Artigo 57. A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

apenas as *startups* constituídas na forma de sociedade por ações poderão emitir debêntures¹¹⁰. Inclusive, este é um dos pontos positivos para a *startup* adotar a sociedade anônima como modelo societário, pois através da emissão de debêntures, a *startup* consegue captar recursos sem precisar emitir novas ações e sem recorrer às instituições financeiras, submetendo-se às taxas e juros elevados.

A debênture é um empréstimo para a sociedade. Ou seja, o debenturista, que é o titular da debênture, empresta dinheiro para a sociedade e, posteriormente, a sociedade paga ao debenturista o valor emprestado com juros. Porém, ao invés de receber o valor emprestado com juros, o debenturista poderá optar por converter a debênture em ações da sociedade, passando a se tornar sócio da companhia.

A emissão de debêntures não é obrigatória na sociedade. Porém, caso a sociedade queira emitir, é preciso uma aprovação da assembleia geral da companhia. Ou seja, são os acionistas que autorizam a emissão de debêntures pela companhia¹¹¹.

Após a aprovação da assembleia geral, a sociedade vai emitir um documento chamado Escritura de Emissão de Debêntures, onde haverá a descrição dos direitos e condições daquelas debêntures, conforme artigo 61, da LSA, como, por exemplo valor, data de vencimento, juros e correção, garantias que forem oferecidas, se haverá ou não amortização periódica, etc. A escritura de emissão também prevê a conversibilidade da debênture (debêntures conversíveis), em que é possível converter a debênture em ações da companhia (PIMENTA, 2020a, p. 176).

Assim, somente será possível converter as debêntures em ações se estiver previsto na escritura de emissão das debêntures, bem como as bases de conversão, que são a data da conversão, quantas debêntures precisa ter para converter em uma ação, qual é a espécie de ação, etc.

De acordo com Waldo Fazzio Junior:

¹¹⁰ Artigo 52, da Lei 6.404/76: Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

¹¹¹ Lei 6.404/76. Artigo 59. Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: I - o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; II - o número e o valor nominal das debêntures; III - as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; IV - as condições da correção monetária, se houver; V - a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; VI - a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; VII - a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; VIII - o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.

As debêntures podem ser: simples ou conversíveis em ações. A conversão se fará conforme as condições constantes da escritura de emissão. Nesta deverão estar previstas as bases da conversão, seja quanto ao número de ações equivalentes à cada debênture, seja com relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações. Também a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida e o prazo para o exercício do direito à conversão devem ser estipulados (FAZZIO JÚNIOR, 2016, p. 282).

Edgar Reis defende que a utilização de debêntures conversíveis não é recomendada para *startups* em fase inicial, pois estas, possivelmente, estarão constituídas como sociedades limitadas. Além disso, a emissão de debênture é mais burocrática e custosa se comparada ao contrato de mútuo conversível em participação societária, o que faz com que *startups* optem por esta forma de captação de recurso. A captação através da emissão de debêntures conversíveis seria mais aconselhável em *startups* já constituídas como sociedades anônimas, bem como em caso de investimentos de valores elevados que justifiquem o custo para a sua emissão (REIS, 2018, p. 104).

Importante mencionar que o aporte através de debênture conversível emitida pela *startup* está expressamente previsto no artigo 5º, §1º, III, do Marco Legal das Startups (LC 182/2021) como uma forma de aporte cujo valor não integral o capital social da sociedade.

Portanto, o investidor também pode adquirir a participação societária da *startup* através da compra de debêntures conversíveis em participação societária.

5.3 Opção de compra da participação societária

A participação societária também pode ser adquirida pelo investidor através de um contrato de opção de compra, também conhecido como *call option* (JÚDICE, 2017, p. 63), em que o investidor adquire o direito de comprar uma participação da *startup* por um valor e condições pré-determinadas.

De acordo com Edgar Vidigal de Andrade Reis (2018, p. 105), a opção de compra “é um contrato, por meio do qual uma pessoa (física ou jurídica) concede a outra o direito de, em um momento futuro, optar ou não por adquirir um bem, por um valor prefixado e seguindo condições ou termo preestabelecidos”.

Desta forma, o investidor aporta capital na empresa nascente e, em contrapartida, recebe o direito de, em um momento futuro, exercer a opção de comprar uma participação societária da *startup*.

O contrato de opção de compra utilizado no ecossistema das *startups* é um pouco diferente de outras formas de opção de compra tradicionais, como a opção de compra de ações no mercado mobiliário ou a opção de compra de imóvel. Isto, pois, nestas modalidades tradicionais de opção, o valor pago para adquirir o direito de opção é inferior ao valor pago para exercer a opção, tendo em vista que o adquirente está pagando apenas pela opção e não pelo bem ou título. Já no contrato de opção utilizado pelas *startups*, por se tratar de realização de aportes financeiros, o valor pago para adquirir a opção é o verdadeiro investimento realizado na empresa nascente. Assim, o valor desembolsado pelo investidor para exercer o seu direito futuro acaba por ser um valor inferior ao já dispendido, já que o verdadeiro pagamento foi feito já no início do contrato (REIS, 2018, p. 106).

Lucas Pimenta Júdice exemplifica:

Exemplificando para o mundo de investimentos em startups, se o pretenso investidor tem o direito ao call option, isso significa que ele colocará dinheiro na startup, por exemplo 100 mil reais, e, no momento adequado, ele terá direito de adquirir X% das cotas por novo aporte de 1 real.

Ou seja, ele faz o investimento de 100 mil reais e não se junta à posição acionária da empresa. No momento em que o desejar fazer, ele renova o aporte, agora com 1 real, e compra o % anteriormente combinado (JÚDICE, 2017, p. 64).

O contrato de opção deverá prever todas as condições para o exercício da opção, tais como a data limite para que o investidor exerça ou não a opção de aquisição da participação societária, isto é, um termo, bem como algumas condições que, caso, eventualmente, venham a acontecer, darão ao investidor o direito de exercer antecipadamente a opção de compra.

Reis explica que, assim como ocorre no mútuo conversível, a compra da opção não faz do investidor sócio da *startup*, razão pela qual somente após exercer a opção de compra em um momento futuro, o investidor poderá figurar no quadro societário e, conseqüentemente, adquirir direitos exclusivos de sócio e participar da gestão da sociedade. Caso a *startup* conceda direitos de sócio ao investidor antes do exercício do direito de opção, poderá ser configurada uma sociedade em comum (REIS, 2018, p. 107).

O contrato de opção difere, também, do mútuo conversível pois, no primeiro, o investidor não se torna credor da sociedade. Assim, caso o investidor não exerça o direito de opção no momento futuro, não poderá reaver o valor aportado na sociedade. Já no mútuo conversível, o investidor faz um empréstimo para a sociedade, tornando-se credor. Desta forma, ao final do prazo ou com o acontecimento de alguma condição preestabelecida, o investidor poderá optar por converter o empréstimo em participação societária ou exigir o pagamento da *startup* do valor inicialmente aportado (REIS, 2018, p. 106).

Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 132) explicam que o contrato de opção difere do mútuo conversível em três aspectos: natureza jurídica, pois a opção de compra é um contrato de aquisição de participação societária, enquanto o mútuo conversível é um empréstimo que pode ser pago em dinheiro ou participação societária; momento do pagamento, pois no mútuo conversível, a compra da participação societária é feita no momento do aporte financeiro (empréstimo), enquanto na opção, a compra efetiva é feita no momento de exercer o direito de opção; e incidência de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), pois no mútuo conversível, há a incidência de IOF, enquanto na opção de compra, não.

Importante mencionar que o aporte através de contrato de opção de compra da participação societária está expressamente previsto no artigo 5º, §1º, II, do Marco Legal das Startups (LC 182/2021) como uma forma de aporte cujo valor não integral o capital social da sociedade.

De acordo com referido dispositivo legal, o contrato de opção de compra da participação societária é celebrado diretamente com os sócios ou acionistas da empresa, e não diretamente com a *startup*, como ocorre na opção de subscrição da participação societária, que será abordada em seguida.

Portanto, a participação societária da *startup* também pode ser adquirida pelo investidor através de um contrato de opção de compra.

5.4 Opção de subscrição da participação societária

A opção de subscrição da participação como instrumentalização do aporte financeiro e forma de aquisição da participação societária, está previsto no artigo 5º, §1º, I, do Marco Legal das Startups.

É semelhante à opção de compra da participação societária que foi explicada acima. Diferente-se, pois, na opção de subscrição da participação societária, o investidor realiza o aporte financeiro, adquirindo o direito de, em um momento futuro, subscrever novas quotas ou ações que serão emitidas pela sociedade.

Então, o investidor não adquire o direito de comprar ações ou quotas já existentes da sociedade, da titularidade de outros sócios ou que estarão na tesouraria. Através do direito de subscrição, a sociedade vai emitir novas ações ou quotas, aumentando o seu capital social, enquanto o investidor terá o direito de subscrever estas novas ações ou quotas e adquirir a sua participação societária.

De acordo com o artigo 5º, §1º, I, do Marco Legal das Startups, o contrato de opção de subscrição da participação societária é celebrado entre o investidor e a própria *startup*, diferente da opção de compra da participação societária, que é celebrada entre o investidor e os sócios da sociedade.

Este contrato dá ao investidor o direito de exercer uma opção de subscrição em um momento futuro, opção esta que poderá, ou não, ser exercida pelo investidor.

Portanto, a participação societária também pode ser adquirida pelo investidor através da celebração de um contrato de subscrição de opção de subscrição da participação societária, celebrado entre o investidor e a *startup*.

5.5 Contrato de *vesting*

A *startup*, por ser uma empresa ainda nascente, em fase de desenvolvimento e aperfeiçoamento, poderá ter dificuldades para encontrar determinado profissional com capacidade técnica e intelectual necessária para o progresso do empreendimento. E, caso encontre, poderá ter dificuldades para manter esse profissional por muito tempo na *startup*, já que esta, por estar em fase de desenvolvimento, não tem um capital robusto o suficiente para remunerar os seus funcionários, diferente de grandes empresas já sedimentadas.

Então, o *vesting* vem justamente para tentar equilibrar esta balança, criando um incentivo para que o profissional estratégico queira permanecer na *startup*, contribuindo com a sua capacidade, conhecimento e técnica, ao invés de prestar o mesmo serviço a outra empresa

mais consolidada, mais robusta, que tenha capacidade financeira de remunerar melhor este profissional.

Este incentivo consiste em oferecer a este profissional a possibilidade de, em um momento futuro, se tornar sócio da *startup*. Ou seja, o profissional contribui com a *startup* através do seu capital intelectual, com a sua capacidade técnica para o desenvolvimento da atividade da *startup* durante um determinado período e, futuramente, após atingidos determinados objetivos preestabelecidos, ele pode se tornar sócio da sociedade.

O *vesting* é um contrato que prevê um direito de aquisição da participação societária entre a *startup* e algum colaborador específico, que pode ser um administrador, funcionário, desenvolvedor, etc., com o objetivo de estimular esse colaborador a atingir os objetivos da *startup*, em troca de uma participação societária.

Edgar Reis (2018, p. 109) define o *vesting* como “um negócio jurídico por meio do qual é oferecido a alguém o direito de adquirir, de forma progressiva e mediante o cumprimento de certas métricas pré-estabelecidas, uma determinada participação societária de uma empresa”.

De acordo com Fabrício Vasconcelos Oliveira e Amanda Maia Ramalho:

O *vesting* é um contrato em que as partes pactuam que haverá uma distribuição das ações disponíveis em uma sociedade empresária, de maneira gradual e progressiva, levando em conta parâmetros especificados de produtividade. Isso quer dizer que determinados agentes terão direito a ações levando em conta a observância de parâmetros especificados de produtividade no decurso do tempo. Funciona, assim, simultaneamente, como uma forma de estímulo e investimento, já que o mesmo tende a ser diretamente proporcional ao empenho e dedicação pessoal de cada um, que será sócio e trabalhador no negócio. A lógica é que diante do maior esforço e tempo despendido pelos empregados e administradores, maior e mais breve tende a ser o retorno financeiro para a sociedade empresária (OLIVEIRA; RAMALHO, 2016, p. 184-185).

Logo, o *vesting* não tem como contraprestação a participação societária da *startup*, mas sim o direito à aquisição das suas quotas ou ações. Ou seja, o colaborador não ganha a participação societária, mas sim o direito de aquisição desta participação, o qual poderá ser exercido ou não. E nem poderiam ganhar a participação societária, já que, de acordo com o artigo 1.055, §2º, do Código Civil e 7º, da Lei 6.404/76, é vedada a integralização do capital social, em sociedades limitadas e anônimas, através da prestação de serviço.

Feigelson, Nybo e Fonseca argumentam que o contrato de *vesting* é uma importante estratégia para reduzir o problema de agência entre o empreendedor (principal) e o colaborador

(agente), pois seria uma forma de incentivar o agente a agir de acordo com os interesses do principal. Neste sentido:

Dessa maneira, temos que o *vesting* pode ser entendido como um mecanismo desenvolvido exatamente para diminuir o custo de agência do principal. No caso da startup, o principal pode ser tanto o fundador quanto um investidor, dependendo da sua estrutura. De outro lado, o agente pode ser um colaborador contratado para administrar o negócio ou participar de alguma forma da startup em um cargo relevante. Assim, o *vesting* surge como uma maneira de alinhar os interesses dos agentes com os interesses dos principais, por meio da oferta de participação societária a esses agentes, desde que cumpridas certas condições (FEIGELSON, NYBO; FONSECA, 2018, p. 203).

Esta é uma forma importante de incentivo ao colaborador estratégico da *startup*. E, justamente em razão deste incentivo, o agente tenderá a agir em consonância com o principal, caso tenha interesse em se tornar sócio do empreendimento.

O *vesting* possui dois tipos, o tradicional e o invertido. No *vesting* tradicional, a formalização se dá através de um contrato de opção de compra da participação societária. Em que são previamente determinadas algumas condições, como tempo ou metas que, quando cumpridas, dão ao colaborador o direito de optar pela aquisição de uma certa quantidade de quotas ou ações da sociedade (REIS, 2018, p. 110).

Já no *vesting* invertido, o colaborador adquire a sua participação de imediato. Porém, é celebrado um contrato de opção de compra da participação societária cujo beneficiário será a *startup* ou os seus fundadores. São estipuladas metas e condições que, caso não sejam cumpridas pelo colaborador, os demais sócios ou a *startup* poderão exercer o direito de adquirir a participação societária do colaborador, retirando-o do quadro societário (REIS, 2018, p. 110).

Percebe-se que, em ambos os casos, empreendedores e colaboradores se valem de um contrato de opção de compra de participação societária. A diferença está em quem será o beneficiário desta opção de compra. No *vesting* tradicional, o destinatário da opção de compra é o colaborador estratégico, enquanto no *vesting* invertido, o destinatário da opção é a própria *startup* ou os demais sócios.

O *vesting* pode ser estruturado de duas formas: por metas preestabelecidas ou por decurso de tempo. No *vesting* que tem como objeto o cumprimento de metas estabelecidas, o colaborador vai adquirir o direito de exercício da opção de compra na medida em que as metas forem atingidas (que são os *milestones*). Já no *vesting* que tem como objeto o decurso do tempo, o

colaborador deve prestar serviços à sociedade por um determinado período e, ao final, poderá exercer a opção de compra (PORTO, 2018, p. 79).

Ou seja, um foca na entrega de resultado, na produtividade e no crescimento, enquanto o outro visa a manutenção de um trabalho intelectual e de um talento dentro da *startup*. Por exemplo, se a *startup* quer crescer e se desenvolver com maior velocidade, o ideal seria um *vesting* estruturado através de metas. Mas se o objetivo é manter o colaborador para contribuir com o seu conhecimento e experiência a longo prazo, ou por ser alguém de renome que pode ser bem visto pelos investidores e, assim, ajudar na captação de recursos pela *startup* a longo prazo, talvez seja mais interessante o *vesting* de tempo. Mas um não exclui o outro. Ou seja, no contrato de *vesting*, é possível a previsão tanto de determinadas metas, como de tempo, que pode ser inclusive um prazo para que as metas sejam alcançadas.

O *vesting* se trata de uma opção de compra de participação societária a um preço preestabelecido, que é condicionado ao cumprimento de metas ou decurso de tempo. O valor desta participação societária depende de questões mercantis, como oferta, procura, razão pela qual não possui natureza salarial, ou seja, não é uma contrapartida pelo trabalho desempenhado pelo empregado (FEIGELSON, NYBO; FONSECA, 2018, p. 204).

Nos contratos de *vesting*, é comum a previsão de um período conhecido como *cliff*, que é um período probatório, de carência. Basicamente, o contrato é celebrado, mas para que o direito de opção de aquisição da participação societária passe a vigorar, é preciso esperar um período de carência. Então, durante o *cliff*, o profissional fica em um período probatório, que usualmente, costuma durar um ano e, durante este tempo, ele não terá direito à opção de compra participação, ainda que eventuais metas sejam alcançadas (REIS, 2018, p. 111).

O objetivo do *cliff* é evitar que o colaborador possa se tornar sócio da *startup* em poucos meses e, assim que exerce o seu direito de compra, deixa de colaborar com a *startup*, já que o seu objetivo, que seria se tornar sócio, foi atingido.

Interessante pontuar que o contrato de *vesting* pode prever uma cláusula de aceleração do *cliff*. Esta cláusula permite que o profissional exerça o seu direito de aquisição antes de cumpridas todas as metas ou do decurso do prazo estabelecido, se algum evento futuro e incerto vier a ocorrer antes do término do período de *cliff*, como, por exemplo, a aquisição da sociedade, a fusão com outra empresa ou algum aporte financeiro recebido (PORTO, 2018, p. 79).

A CVM reconhece a possibilidade da utilização do *vesting*. Inclusive, foi editada a Deliberação CVM n. 728 de 27 de novembro de 2014, em que o órgão apresenta algumas sugestões de cláusulas que devem constar nos contratos de *vesting* celebrados em S.A. de capital aberto.

Portanto, a participação societária também pode ser adquirida através de um contrato de *vesting*.

5.6 Cláusulas contratuais comuns em contratos de investimento em *startups*

Existem algumas cláusulas que, em razão da sua importância, são comumente utilizadas na instrumentalização dos investimentos em *startups*, independentemente da modalidade escolhida pelo investidor e empreendedores. Assim, nesta seção, serão abordadas algumas cláusulas contratuais importantes que são utilizados em contratos de investimento em *startups*.

5.6.1 *Term sheet*

O *term sheet*, também chamado de carta de intenções (*letter of intent*) e memorando de entendimentos (*memorandum of undersanding*) (REIS, 2018, p. 126) é a formalização preliminar ao contrato de investimento, em que as partes determinarão alguns termos e condições que deverão ser adotadas durante o investimento. Não é o contrato de investimento, mas sim um contrato preliminar que vai nortear o contrato de investimento adotado.

Este instrumento serve como uma minuta para desenvolver os documentos jurídicos mais detalhados, pois após as partes entrarem em um acordo com os detalhes previstos no *term sheet*, será redigido um contrato vinculante com as minúcias preestabelecidas (WITTE, 2017, p. 110).

Lucas Caminha e Gustavo Coelho explicam que o *term sheet* costuma abordar cinco pontos relevantes: (i) tipo de investimento (participação ou dívida conversível); (ii) condições precedentes; (iii) estrutura do negócio; (iv) direitos do investidor; e (v) exclusividade do empreendedor (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 160).

Edgar Reis cita alguns exemplos de questões que devem ser abordadas em um *term sheet*:

Não há um modelo único a ser seguido nem uma regra do que deve estar incluído neste instrumento, porém, algumas questões são comumente abordadas, como, por exemplo: (a) forma de avaliação da startup para estabelecer a proporção entre investimento a ser

realizado e benefício a ser concedido ao investidor; (b) questões que serão objeto de diligência legal para verificar as situações econômicas, financeira e jurídica da startup e impactos que eventuais passivos terão na avaliação da startup; (c) concessão de exclusividade temporária ao investidor, por período pré-estabelecido, para a realização e concretização da negociação; (d) confidencialidade em relação às informações trocadas pelas partes durante as negociações, inclusive aquelas fornecidas para a realização de diligência por parte do investidor; (e) cronograma de negociação; (f) estrutura de investimento que será utilizada para a concretização do investimento; (g) questões a serem objeto de futuro acordo de sócios (como eventuais ingerências que o investidor poderá ter na startup – por exemplo, poder de veto na votação de algumas matérias e escolha de membro do conselho de administração –, proteções para evitar diluição injustificada, direito de preferência no recebimento do retorno do investimento e outras proteções para as partes – como cláusulas de tag along, drag along, lock-up period para o empreendedor, non-compete, entre outras); (h) formas de solução de disputas (REIS, 2018, p. 127-128).

Portanto, a elaboração de um *term sheet* é importante para que o investimento seja mais eficiente, pois as partes poderão negociar a melhor forma para o prosseguimento do investimento, evitando, assim, problemas futuros.

5.6.2 Acordo (ou cláusula) de confidencialidade (*non-disclosure agreement* - NDA)

Com o avanço das tratativas, entre os empreendedores e os investidores, chegará um momento em que a *startup* precisará compartilhar os detalhes que embasam a sua ideia inovadora, bem como documentos jurídicos e contábeis que passarão segurança ao investidor, até mesmo para a realização de uma *due diligence* completa.

Para evitar a utilização indevida dessas informações, bem como para evitar eventual concorrência, é importante que a *startup* assine um acordo de confidencialidade, também conhecido como *non-disclosure agreement*, antes de divulgar suas informações ao investidor. Este acordo obriga as partes contratantes a manter sigilo das informações divulgadas de parte a parte (PORTO, 2018, p. 109).

O acordo de confidencialidade não precisa, necessariamente, ser um instrumento autônomo, pois a confidencialidade pode ser prevista através de uma cláusula inserida no *term sheet*, no contrato de investimento ou algum outro documento que haverá a troca de informações confidenciais (REIS, 2018, p. 126).

Com isso, as partes terão maior segurança para expor informações sigilosas e confidenciais, principalmente aquelas informações estratégicas referentes ao empreendimento, evitando, assim, que certas informações se tornem públicas.

5.6.3 Tag along e Drag along

As cláusulas *tag along* e *drag along* possuem relação direta com a alienação da participação societária por parte do investidor e do empreendedor. São cláusulas que asseguram o direito ou a obrigação de venda conjunta da participação societária.

O *tag along*¹¹² constitui uma forma de proteção do sócio minoritário, que geralmente é o investidor, em caso de alienação da participação societária por parte do sócio controlador, que geralmente é o empreendedor fundador da *startup*. Assim, de acordo com referida cláusula, o sócio minoritário terá o direito de alienar a sua participação societária para o mesmo comprador da participação societária do sócio controlador, nas mesmas condições. Trata-se, então, da possibilidade de venda conjunta da participação (REIS, 2018, p. 124).

Já o *drag along*¹¹³ se trata de um direito do sócio controlador da *startup* e um dever imposto aos demais sócios. Esta cláusula prevê o direito do controlador exigir que todos os sócios minoritários alienem a sua participação societária em conjunto com o controlador para um terceiro (REIS, 2018, p. 124).

Trata-se, então de um direito do sócio controlador de exigir a venda e, ao mesmo tempo, um dever imposto aos sócios minoritários de alienar a sua participação em conjunto com o sócio controlador.

É importante que os sócios preestabeleçam alguns requisitos para o exercício do direito previsto no *tag along* e no *drag along*, como estabelecer o preço mínimo para a venda, de modo a evitar eventual prejuízo aos demais sócios em caso de venda da participação societária (REIS, 2018, p. 125).

¹¹² O *tag along* contratual, utilizado em contratos de investimento ou acordo de sócios no ecossistema das *startups*, embora semelhante, não é o mesmo *tag along* previsto no artigo 254-A, da Lei 6.404/76, que prevê a obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição em caso de alienação do controle da companhia aberta. No *tag along* contratual aqui abordado, não há obrigatoriedade em sua instituição, bem como deve ser contratualmente prevista entre as partes.

¹¹³ De acordo com Edgar Vidigal de Andrade Reis (2018, p. 124), o *drag along* também pode ser usado em favor do investidor. Esta modalidade é conhecida como *drag along* inverso. Assim, caso o investidor queira alienar a sua participação societária (*exit*), poderá obrigar os demais sócios, inclusive os fundadores, a alienar conjuntamente a sua participação societária.

5.6.4 *Lock up e sandstill period*

Além de cláusulas que preveem o direito e dever de venda em conjunto da participação societária, há, também, cláusulas que impedem que os fundadores alienem as suas quotas ou ações para terceiros. A cláusula *lock up*, que costuma ser exigida pelo investidor, prevê uma obrigatoriedade aos sócios fundadores da *startup* em não alienar a sua participação societária para terceiros por um determinado prazo ou até que determinada meta seja atingida. Já a cláusula *standstill period* impede os fundadores de reduzir a sua participação societária abaixo de certo limite, evitado, assim, a troca no controle da sociedade (SILVA, 2017, p. 170).

5.6.5 *Direito de preferência*

As partes podem estabelecer o direito de preferência na aquisição da participação societária do sócio que deseja se retirar da *startup*. Desta forma, caso um sócio deseje alienar a sua participação societária para um terceiro, será assegurado aos demais sócios o direito de preferência na aquisição desta participação. Ou seja, “os detentores deste direito possuem a preferência na de compra da participação colocada à venda, desde que a proposta de preço ofertado pelos sócios interessados na compra seja igual a do terceiro interessado em adquirir as quotas/ações” (WITTE, 2017, p. 119).

Assim, somente após a recusa dos demais sócios, será permitido ao sócio que deseja alienar a sua participação societária fazer a oferta para terceiros.

5.6.6 *Não competição (non-compete)*

A cláusula de não competição, ou não concorrência, como o próprio nome já diz, se refere ao dever de uma parte, seja um sócio ou o próprio investidor, não exercer atividade empresarial que concorra ou implique em conflito de interesse com a atividade da *startup*, ainda que após a alienação da participação societária (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 142).

No caso de não competição após a venda da participação societária, deve-se pré-estabelecer um período e espaço geográfico¹¹⁴ em que o sócio retirante não poderá competir com a sociedade, bem como quais atividades não poderão ser exercidas (REIS, 2018, p. 122). De acordo com o artigo 1.147, do Código Civil¹¹⁵, este prazo seria de 05 (cinco) anos após a alienação.

Esta cláusula também pode ser inserida em um contrato celebrado entre a *startup* e um colaborador estratégico, como um funcionário importante para a empresa ou um administrador. Porém, neste caso, além de estabelecer um período e uma localização geográfica para a não concorrência, deve-se assegurar ao colaborador uma compensação financeira durante o prazo de não concorrência, conforme entendimento do Tribunal Superior do Trabalho (TST)¹¹⁶.

5.6.7 Put option e call option

As cláusulas *put option* (opção de venda) e *call option* (opção de compra) são cláusulas que preveem uma opção de venda ou opção de compra da participação societária. São cláusulas utilizadas por sociedades empresárias, principalmente sociedades anônimas¹¹⁷, mas que também

¹¹⁴ RECURSO ESPECIAL. DIREITO CIVIL. CONTRATO EMPRESARIAL ASSOCIATIVO. INCIDÊNCIA DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. AFASTADA. PEDIDO E CAUSA DE PEDIR. TEORIA DA SUBSTANCIAÇÃO. JULGAMENTO EXTRA PETITA. NÃO CARACTERIZADO. EXTINÇÃO DO VÍNCULO CONTRATUAL. CLÁUSULA DE NÃO CONCORRÊNCIA. LIMITE TEMPORAL E ESPACIAL. ABUSIVIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. 1. Demanda em que se debate a validade e eficácia de cláusula contratual de não-concorrência, inserida em contrato comercial eminentemente associativo. 2. A aplicação do direito ao caso concreto, ainda que com fundamentos jurídicos diversos, não caracteriza julgamento extra petita. 3. Pela teoria finalista, só pode ser considerado consumidor aquele que exaure a função econômica do bem ou serviço, excluindo-o de forma definitiva do mercado de consumo. 4. A jurisprudência do STJ admite a flexibilização da teoria finalista, em caráter excepcional, desde que demonstrada situação de vulnerabilidade de uma das partes, o que não se vislumbra no caso dos autos. 5. A funcionalização dos contratos, positivada no art. 421 do Código Civil, impõe aos contratantes o dever de conduta proba que se estende para além da vigência contratual, vinculando as partes ao atendimento da finalidade contratada de forma plena. 6. São válidas as cláusulas contratuais de não-concorrência, desde que limitadas espacial e temporalmente, porquanto adequadas à proteção da concorrência e dos efeitos danosos decorrentes de potencial desvio de clientela - valores jurídicos reconhecidos constitucionalmente. 7. Recurso especial provido. (Superior Tribunal de Justiça. REsp 1203109/MG, Rel. Ministro MARCO AURÉLIO BELLIZZE, TERCEIRA TURMA, julgado em 05/05/2015, DJe 11/05/2015)

¹¹⁵ Código Civil. Art. 1.147. Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subseqüentes à transferência.

¹¹⁶ Neste sentido: TST – Recurso de Revista n. 10660320145120022, Relator: Delaíde Miranda Arantes, Data de Julgamento: 30/08/2017, 2ª Turma, Data de Publicação: DEJT 08/09/2017; TST – Recurso de Revista n. 1948-28.2010.5.02.0007, Relator: Hugo Carlos Scheuermann, Data de Julgamento: 21/05/2014, 1ª Turma.

¹¹⁷ Sobre a *call option* e *put option* em sociedades anônimas, Eduardo Goulart Pimenta (2020a, p. 149) explica: “O titular de uma opção de compra – chamada call – aposta que, na data futura, fixada para a realização da opção de compra, a ação objeto estará valendo mais do que o preço estabelecido por ele e pelo vendedor, quando da estipulação da opção. O titular da opção de compra tem, como dito, o direito de comprar a ação objeto pelo preço

são constantemente utilizadas por empreendedores e investidores quando da formalização do investimento ou pelos próprios sócios da *startup*, através de um acordo de sócios, de modo a evitar e prevenir futuros conflitos entre os sócios.

Através da *put option*, um determinado sócio terá o direito de vender, para um ou mais sócios, a sua participação societária (quotas ou ações) por um preço preestabelecido, desde que atendidas certas condições. Os demais sócios, por sua vez, serão obrigados a comprar a participação societária do sócio que exerce a opção de venda. A *put option* é muito utilizada por investidores, como uma alternativa para realizar a saída do investimento (SILVA, 2017, p. 171-172). Já a *call option* prevê exatamente o oposto. Através da opção de compra, um sócio terá o direito de comprar a participação societária de um ou mais sócios por um preço preestabelecido. Os demais sócios, então, serão obrigados a vender a sua participação societária ao sócio que exerce a opção de compra (SILVA, 2017, p. 172).

Para a inclusão das cláusulas *call option* e *put option* em um contrato ou acordo de sócios, é importante que o instrumento tenha previsão das hipóteses que a opção poderá ser exercida, bem como o procedimento a ser adotado, como necessidade de comunicação prévia aos demais sócios, a forma de pagamento e o valor que a participação societária será vendida.

anterior (seu valor na opção) e não pelo preço atual, o que significa que, se efetivada a sua expectativa de aumento no valor da ação objeto, ele, titular do direito de compra-las a preço inferior, realizará os ganhos desta diferença. Já o titular de uma opção de venda – chamada put – adquire o direito de vender certo número de ações objeto, pelo preço fixado, na data futura estabelecida. Ele acredita que, na data da efetivação da compra e venda, a ação objeto valerá menos do que o estabelecido na opção e busca, por meio deste derivativo, evitar a perdas decorrentes de tal desvalorização, minimizando seus riscos”.

6 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES EM INVESTIMENTOS *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY* PARA *STARTUPS*

Como foi acima exposto, a presente dissertação tem como objetivo estudar a presença de assimetria de informações, como falha de mercado, nos investimentos *venture capital* e *private equity* voltados para empresas nascentes, as chamadas *startups*.

A assimetria de informações faz nascer conflitos entre investidores e empreendedores. Assim, naturalmente, conflitos vão existir ao longo da jornada da *startup*. Afinal, como diz Daniel Arbix, “empreender atrai conflitos” (ARBIX, 2017, p. 195), principalmente em se tratando de *startups*, tendo em vista a mistura de risco e incerteza, que são características típicas das empresas nascentes.

As partes (empreendedor e investidor) devem fornecer informações claras e completas, tendo em vista que a informação é a fonte primária de confiança das partes, pois permite investigações sobre os participantes do empreendimento, facilitando a aferição da competência e honestidade das partes (ARBIX, 2017, p. 199).

Informações claras e completas são importantes tanto para o empreendedor e a *startup*, que realizam a captação externa de recursos, quanto para o fundo de investimento que realizará o aporte na empresa nascente. Será com base nas informações fornecidas que o empreendedor e o investidor poderão escolher se prosseguirão, ou não, com o contrato de investimento.

De acordo com Daniel Arbix:

No caso do aporte de investimentos, com informações adequadas o investidor poderá conhecer melhor a qualidade do time, da tecnologia da empresa e da análise de mercado feita; a compatibilidade com as teses de investimento adotadas; ou no caso de decisões estratégicas com a *startup* já em funcionamento, a análise feita pelos empreendedores sobre competidores, oportunidades e a própria guinada (pivot) proposta. Os administradores da empresa interessada em captar recursos, por sua vez, poderão conhecer melhor as teses de investimento, o portfólio de empresas investidas, a equipe, as ideias e os recursos do investidor, incluindo contatos úteis para a empresa, quer para contratação de pessoal, quer para oportunidade comerciais, quer para parcerias de desenvolvimento tecnológico (ARBIX, 2017, p. 200).

No ecossistema das *startups*, a falha de mercado consistente na assimetria de informações está presente no investimento de risco, especificamente o relacionado ao aporte feito por fundos de *venture capital* e *private equity*. Isso se dá pois o empreendedor tem informações mais completas sobre a *startup* que foi por ele fundada e administrada, enquanto o investidor deve

monitorar a empresa e o empreendedor para ter acesso a essas informações, de modo que seja possível ter certeza da forma que o dinheiro investido está sendo gasto pela *startup* (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 102).

De acordo com Fernando Cesar Nimer Moreira da Silva, a assimetria de informações nesta modalidade de investimento (*venture capital e private equity*) favorece o empreendedor nas etapas iniciais do negócio jurídico, pois é o empreendedor quem detém conhecimento sobre a ideia inovadora. Porém, após determinado período, quando se inicia a fase de desinvestimento, eventual informação assimétrica será mais benéfica ao investidor, pois ele terá maior conhecimento quanto à estruturação de venda e potenciais interessados na oferta:

A informação assimétrica favorece o empreendedor nas etapas em que o conhecimento sobre a ideia inovadora é relevante. Nestas etapas a informação detida pelo empreendedor é infungível e sua prestação é essencial para o sucesso do negócio, ao passo que as informações detidas pelo investidor são mais facilmente substituíveis.

O empreendedor possui, com exclusividade, conhecimento técnico para levar a cabo o desenvolvimento da ideia inovadora. Ele é capaz de especificar as atividades, identificar as dificuldades de execução e encontrar as possíveis soluções. Sua percepção sobre a possibilidade de sucesso do negócio pode ser viesada, uma vez que tem interesse pessoal no projeto e não contribui com recursos financeiros para sua execução, incorrendo em menores prejuízos em caso de fracasso do empreendimento.

(...)

Ao final do projeto, na etapa de desinvestimento, a assimetria informacional favorece o investidor, que detém conhecimento exclusivo a respeito da estruturação da operação de venda do negócio e dos potenciais interessados na oferta (SILVA, 2014, p. 39-42).

Em que pese este benefício mencionado acima, esta assimetria de informações pode trazer problemas para os contratos de investimento. A seguir, serão abordados alguns problemas que podem surgir para o fundo investidor em razão desta falha de mercado.

6.1 Problema de agência e custos de agência

A assimetria informacional pode fazer com que o agente faça escolhas que o beneficiem em detrimento dos interesses do principal (ARBIX, 2017, p. 198).

Sobre o problema de agência¹¹⁸, este se dá quando uma pessoa, denominada agente, faz determinada atividade para outra pessoa, denominado principal. Neste caso, em razão da

¹¹⁸ “O relacionamento do principal e do agente é definido por um contrato entre duas partes, sendo que uma delas (agente) foi contratada para tomar decisão em nome do principal, assumindo assim a responsabilidade de representá-lo. Dessa forma, nem sempre o ponto de maximização da utilidade de uma das partes deveria, em princípio, ser o

assimetria de informações, o agente terá mais ou melhores informações que o principal, enquanto este terá maior dificuldade de acompanhar e fiscalizar as ações e tomadas de decisões do agente.

Conforme Pimenta (2020a, p. 545):

Em sentido econômico, conotação empregada também neste texto e em outros que abordam as sociedades anônimas sob a perspectiva da análise econômica do Direito, agência (agency) refere-se àquela situação na qual a efetivação ou maximização do interesse econômico de determinada pessoa ou grupo (chamado de principal, em inglês) depende diretamente da conduta de outrem, denominado agente (agent).

Pinheiro e Saddi explicam que:

Se não dá para fazer tudo, como conseguir que quem você contrata para fazer o serviço faça aquilo que você considera apropriado? Esse é o problema de agência. Nesse caso, usando o jargão econômico, você é o principal, a pessoa que quer alguma coisa que terá de ser feita por outra, e esta pessoa é o agente. O problema é complicado pela assimetria de informação que é usual nesses casos, seja pelo maior conhecimento que o agente tem sobre a questão, que pode ter sido a razão por que foi contratado, ou a dificuldade que tem o principal de monitorar o que o agente faz.

(...)

Não é difícil perceber que, em uma economia que funciona com uma grande divisão do trabalho, essa é uma situação muito comum. Os acionistas dependem dos gestores para que sua empresa dê lucro; o lojista, dos vendedores para que as vendas sejam recompensadoras; e assim por diante. O desafio do principal, nesse caso, é como estabelecer uma regra de recompensa para que o agente se esforce, como o principal faria, mesmo não sendo capaz de observar o nível de esforço do agente (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 265).

O problema de agência poderá impactar, inclusive, em eventual retorno financeiro esperado, bem como em alocações ineficientes de recursos por parte do principal, tendo em vista que poderão surgir incompatibilidade nos objetivos do agente com os do principal, ocasião em que o agente estará motivado a agir buscando os seus próprios interesses.

Como explica Eduardo Goulart Pimenta:

Assim, em uma relação de agência, a preocupação central da pessoa ou grupo que esteja na posição de principal é a de evitar que o agente aja, no desempenho de sua função, em benefício próprio, e não no sentido maximizador dos interesses do principal, uma vez que ambos - principal e agente - são, pressupõe-se, sujeitos racionais e maximizadores de seus próprios interesses.

Há, deste modo, o que se chama de “conflito” ou “problema” de agência, dado que a conduta do agente tende, em regra, a seguir no sentido da maximização de seus interesses próprios, e não no sentido necessário da implementação dos interesses do principal (PIMENTA, 2020a, p. 546).

mesmo para a outra, porém as decisões e medidas que maximizam a utilidade de uma das partes normalmente beneficiar mais essa parte do que a outra” (ABDI, 2011, p. 232).

Neste sentido, Fernando Cesar Nimer Moreira da Silva explica que os negócios de *venture capital* e *private equity* estão sujeitos ao conflito entre agente-principal, sendo que este conflito decorre justamente da existência de informações assimétricas quando os interesses do agente não estão alinhados com o do principal (SILVA, 2014, p. 41).

Perdas residuais ocorrem quando divergências de opiniões entre principal e agente têm como resultado a diminuição do bem-estar dos investidores. Em geral, esses problemas de agência estão presentes em todos os tipos de organizações que atuam em um mercado que requeira a interação de forma cooperativa entre duas ou mais partes (ABDI, 2011, p. 232).

Quando se fala em problema de agência em investimentos em *startups*, tem-se duas concepções quanto às figuras do agente e do principal. Em uma primeira concepção, o principal estará caracterizado pelo investidor, enquanto o agente será o empreendedor. A outra concepção leva exatamente à inversão dos papéis, pois o principal será o próprio empreendedor, enquanto o agente estará representado pelo investidor.

Neste sentido, exemplificam Fonseca e Domingues:

É importante que seja feita uma ressalva: os papéis de agente e principal não são fixos, e variam conforme a situação – o que significa dizer, na prática, uma mesma pessoa pode ser tanto agente quanto principal, a depender da relação analisada. Quantas forem as entidades envolvidas naquele negócio, tantas serão as relações de agência existentes e em cada situação o papel de principal e o de agente serão assumidos por um dos indivíduos. Esta complexidade é o que torna a incidência dos problemas de agência uma questão difícil de ser resolvida. Em um exemplo prático desta situação no processo de financiamento de startups, em certos momentos o principal é o investidor, que delega ao empreendedor o uso correto daquele capital. Contudo, este papel pode ser invertido se na relação analisada o empreendedor pretende obter algum tipo de mentoria do investidor, no qual se espera que este último aconselhe o primeiro em seus melhores interesses. Assim, como em qualquer firma, em startups não há somente uma relação-principal agente (FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 330).

Quanto ao problema de agência e às informações assimétricas especificamente em investimentos para *startups*, entre os investidores (principal) e os fundadores (agente) da *startup*, Oioli, Ribeiro Junior e Lisboa dissertam:

Podemos entender os conflitos de agência, os conflitos na relação entre agente e principal, de uma forma bastante genérica, como as situações em que uma parte (denominada “agente”) é contratada por outra parte (denominada “principal”) e as ações do agente impactam a esfera patrimonial do principal, que deve confiar na conduta do agente. Ocorre que podem existir circunstâncias – financeiras ou não – que podem incentivar o agente a agir em prejuízo dos interesses do principal.

Outro problema reside na assimetria informacional entre principal e agente, já que este último detém informações mais detalhadas sobre os fatos relativos à empresa e é custoso ao principal se assegurar de que o agente está adotando as condutas esperadas. Deste modo, os contratos que versem sobre situações de potencial conflito de agência devem, ao mesmo tempo, mitigar o custo do principal para fiscalizar a atividade do agente (agency cost) e promover incentivos para atuar conforme os interesses do principal (OIOLI; RIBEIRO JÚNIOR; LISBOA, 2019, p. 99).

Elaine Fontes Capanema (2017, p. 56-57) aborda a assimetria informacional entre o acionista e o administrador. É possível relacionar o seu raciocínio com a assimetria informacional entre o empreendedor (no caso, o administrador) e o investidor (que se relaciona com a figura do acionista).

De acordo com a autora (2017, p. 56-57), “considerando que o conhecimento específico necessário para a operação das atividades de uma companhia estão concentrados na figura do administrador, haverá uma assimetria de informações entre o administrador (agente) e o acionista (principal)”.

Os investidores de capital de risco (*fundos de venture capital e private equity*) se preocupam com eventuais conflitos de interesse que surgem em razão do problema de agência, no caso dos empreendedores tomarem decisões diferentes das esperadas pelos investidores, isto é, situações em que o investidor assume o papel de principal e o empreendedor o papel de agente.

Daniel Arbix cita, como exemplos de ações tomadas pelos empreendedores em desacordo com o esperado pelos investidores: (i) a determinação de salários excessivos para os administradores, acelerando excessivamente o consumo do capital aportado pelos investidores; (ii) confusão patrimonial causada pela desídia, desorganização ou má-fé do administrador da startup, colocando em risco a separação patrimonial esperada e sujeitando os investidores a riscos que estes buscavam afastar com técnicas de segmentação de patrimônio; (iii) desvio dos planos decididos em conjunto com os investidores, o que inclui selecionar parceiros comerciais e de desenvolvimento tecnológico baseado em critérios inadequados, assumir estratégias mais arriscadas que as inicialmente acordadas e trabalhar sem o comprometimento esperado (ARBIX, 2017, p. 203-204).

Eduardo Goulart Pimenta (2020^a, p. 548-549) entende que para minimizar o conflito de agência, o principal precisa dispor de mecanismos que lhe permitam monitorar a conduta do agente e aferir as decisões por ele tomadas. Porém, para o principal monitorar a conduta do agente, bem como promover ações para mitigar a assimetria de informações e,

consequentemente, o problema de agência, o principal deverá suportar alguns custos, que são os custos de agência¹¹⁹:

A solução – ou, ao menos, minimização - deste conflito nas companhias passa, em síntese, pela necessidade de que o principal disponha de mecanismos que lhe permitam, com eficiência, monitorar a conduta do agente, de forma a aferir o sentido por ela tomado ao longo do processo de formação e implementação de decisões na companhia.

(...)

A necessidade de monitoramento da conduta do agente e de redução da assimetria informacional na qual se encontra leva o principal a assumir os chamados “custos de agência”, que são aqueles nos quais incorre o principal para monitorar e zelar pela obtenção de uma performance confiável e efetiva de seus agentes (PIMENTA, 2020a, p. 548-549).

Portanto, a assimetria de informações pode fazer surgir o problema de agência entre investidor e empreendedor, com consequentes custos de agência a serem suportados pelo veículo de investimento.

6.2 Risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa

Arelado à assimetria informacional e ao problema entre agente e principal, tem-se o risco moral e a seleção adversa¹²⁰.

Timm e Guarisse afirmam que o risco moral e a seleção adversa são problemas específicos que podem ser causados pela assimetria de informações (TIMM; GUARISSE, 2012, p. 166).

Ainda, conforme Paulo Furquim de Azevedo:

Se a informação é difícil de ser obtida, exigindo experimentação ou alguma forma de monitoramento do processo produtivo, é de se esperar que as partes contratantes não disponham do mesmo conjunto de informações. Se uma parte conhece algo que a outra desconhece – ou seja, há alguma informação assimétrica –, dois tipos de problemas podem emergir na elaboração de contratos: a seleção adversa e o risco moral (AZEVEDO, 2005, p. 122).

¹¹⁹ “Denominam-se custos de agência aqueles que o principal – ou alguém, por ele - precisa assumir para monitorar a conduta do agente com o objetivo de evitar que este último passe a perseguir, no desempenho de suas funções, não o interesse do principal – com é sua obrigação legal ou contratual – mas, sim, seus objetivos próprios” (PIMENTA, 2020a, p. 283).

¹²⁰ “Em síntese, a informação assimétrica pode resultar na não efetivação de relações econômicas socialmente desejáveis (seleção adversa) ou em práticas indesejáveis, em desacordo com os termos negociados pelas partes (risco moral)” (AZEVEDO, 2005, p. 114).

Os primeiros estudos sobre os problemas de seleção adversa e risco moral versavam sobre o setor de seguros, de modo a se calcular o prêmio do seguro de acordo com os donos de carros de baixo risco e alto risco de roubo. Como à seguradora não era possível distinguir entre um cliente de baixo e alto risco de roubo, tenderá a ter mais clientes classificados com alto risco do que com baixo risco, elevando o preço do prêmio. Assim, haverá um processo natural de seleção que é adversa do ponto de vista da seguradora. Esta seleção se dá em razão da assimetria de informações que existe entre o cliente, que sabe se é de baixo ou alto risco, e a seguradora, que não sabe esta informação (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 261-262).

A seleção adversa, inicialmente identificada por George Akerlof em *The Market for "lemons": quality uncertainty and the Market mechanism*, que rendeu o prêmio Nobel de Economia ao autor, está presente quando uma das partes tem mais informações do que a outra e, em razão disso, a parte fica impossibilitada de avaliar se foi uma boa escolha celebrar determinada transação (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 286). O problema se manifesta na adesão, ou não, de determinada transação (AZEVEDO, 2005, p. 122).

Ou seja, a seleção adversa consiste em um erro de decisão em relação à qualidade do investimento, pois a informação relevante não é conhecida pelo investidor no momento da celebração do contrato de investimento (SILVA, 2014, p. 42).

Conforme Mankiw:

A seleção adversa é um problema que surge em mercados em que o vendedor sabe mais sobre os atributos de um bem que está sendo vendido que o comprador do bem. Como resultado, o comprador corre o risco de comprar um bem de baixa qualidade. Ou seja, a "seleção" dos bens vendidos pode ser "adversa" do ponto de vista do comprador desinformado (MANKIW, 2009, p. 481).

De acordo com Silva, no que tange à seleção adversa, o principal erro de decisão de contratação do negócio ocorre por parte do investidor, pois nesta etapa pré-contratual, a informação assimétrica favorece o empreendedor (SILVA, 2014, p. 42).

O autor também explica que na seleção adversa, há duas formas básicas de erro. A primeira forma seria um erro de tipo I, em que o investidor aporta recursos em um negócio inviável, com expectativa de retorno inferior ao esperado. A segunda forma seria um erro de tipo II, em que o investidor deixa de investir em um empreendimento viável, com um retorno igual ou superior ao esperado (SILVA, 2014, p. 42).

Ou seja, em razão da assimetria de informações, o gestor do fundo de capital de risco poderá tomar decisões que impliquem em alocações ineficientes de recursos, para o caso do erro do tipo I, ou perder uma oportunidade de investimento, considerando-se o erro do tipo II.

Do ponto de vista do investidor, o erro do tipo I implica em alocação ineficiente de recursos e o erro do tipo II resulta em perda de uma oportunidade de investimento. No momento em que se toma a decisão de investimento não há certeza se o negócio será viável ou não, havendo mera expectativa de retorno. No caso do erro do tipo I, a inviabilidade do negócio será experimentada diretamente pelo investidor quando o projeto fracassar e ele perder os recursos aplicados. No caso do erro do tipo II, a viabilidade do investimento manifesta-se somente se o negócio for oferecido a outro investidor e, ao final, o projeto se mostrar bem sucedido, caso em que o primeiro investidor – que recusou a oferta – terá perdido uma oportunidade de investimento. Nesta situação, deve ser possível ao investidor que recusou o projeto observar o resultado obtido pelo segundo investidor, para compará-lo com sua expectativa original de retorno sobre o investimento (SILVA, 2014, p. 43).

Já o risco moral (*moral hazard*) está presente quando, em uma transação, uma das partes não pode ou não consegue observar o esforço que a outra parte faz ou fez para cumprir a sua contraprestação, isto é, o seu papel no que ficou acertado entre as partes. Em razão disso, haverá risco desta parte, inadequadamente monitorada, apresentar algum comportamento desonesto ou indesejável. Conforme Mankiw, “a expressão risco moral refere-se ao risco de comportamento inadequado ou ‘imoral’ por parte do agente” (MANKIW, 2009, p. 480).

De acordo com Pinheiro e Saddi, o risco moral:

Tem lugar quando uma das partes em uma transação não consegue observar o esforço que a outra parte faz ou fez para cumprir o seu papel no que ficou acertado entre elas. Por exemplo, quando se contrata um profissional de serviços, é difícil avaliar ex-ante se a qualidade dos serviços será tão boa quanto se poderia esperar (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 286).

Para Paulo Furquim Azevedo, o risco moral:

Aplica-se ao comportamento pós-contratual da parte que possui uma informação privada e pode dela tirar proveito em prejuízo à(s) sua(s) contraparte(s). Dois tipos de risco moral podem ser distinguidos: a) informação oculta – em que uma informação relevante é adquirida e mantida por uma das partes; e b) ação oculta – em que a ação especificada contratualmente não é observada diretamente pela contraparte (AZEVEDO, 2005, p. 123).

O risco moral se manifesta com a alteração do comportamento de uma das partes após a celebração do contrato. A parte que não divulgou a informação relevante modifica o seu comportamento após a celebração do negócio jurídico, impondo custos adicionais à outra parte (SILVA, 2014, p. 44-45).

O moral hazard pressupõe que não haverá condições de monitorar as atividades desempenhadas pelo agente oportunista, ou que será muito oneroso fazê-lo. Ao contrário da seleção adversa, o moral hazard manifesta-se depois da celebração do contrato e, para ser evitado, requer alinhamento de incentivos e fiscalização da conduta adotada pelas partes (SILVA, 2014, p. 46).

Luciano Benetti Timm e João Francisco Menegol Guarisse explicam que o risco moral está associado a incentivos para alguém alterar o seu comportamento:

O risco moral, por sua vez, significa que uma parte tem incentivos para alterar seu comportamento de forma prejudicial à outra parte, sem que esta possa saber ou impedir essa alteração. O exemplo clássico é o da pessoa que, após contratar um seguro para seu carro, perde incentivos para tomar cuidados, como trancar sempre a porta, estacionar em locais seguros, etc. As seguradoras estão conscientes dessa alteração de incentivos do segurado e, em consequência, exigem garantias de que isso não ocorrerá, introduzem prêmios ou simplesmente aumentam os seus preços. Isso então faz com que haja menos transações do que a quantidade eficiente (TIMM; GUARISSE, 2012, p. 167).

Giuliano Tozzi Coelho, Henrique Cabral Camargo e Romulo de Oliveira Rigão explicam que no que tange aos investimentos realizados em *startups*, o risco moral decorre da imprevisão sobre qual comportamento será praticado pela *startup* após receber o investimento (COELHO; CAMARGO; RIGÃO, 2017, p. 6).

Sob esta ótica, somente após o investidor concluir o aporte financeiro, a eventual existência de informações assimétricas poderá incentivar os empreendedores a agirem de forma diferente da esperada pelo principal¹²¹.

Coelho, Camargo e Rigão exemplificam:

Após receber esse investimento, surgem dúvidas sobre como a Startup irá utilizar o dinheiro. Além da possibilidade de assumir riscos desnecessários e aumentar os custos da instituição, ou seja, utilizar o dinheiro de forma equivocada, sempre existe a possibilidade dos membros dessa Startup se apropriarem deste numerário.

¹²¹ Como explicam Silva (2014, p. 46) e Fonseca e Domingues (2018, p. 331), na captação de recursos por startups, é possível existir o duplo risco moral em razão da adoção de comportamentos oportunistas por parte dos empreendedores e do investidor. Porém, na presente dissertação, optou-se por focar no risco moral em razão de atos praticados pelo empreendedor.

Além disso, existe a dúvida sobre a produtividade dessa Startup depois do dinheiro ingressar no caixa da instituição. As características pessoais analisadas no momento da pré-contratação podem ser modificadas após tal situação ocorrer.

Portanto, caso haja comportamento oportunista por parte da Startup, em desacordo com os interesses do Principal e após a elaboração da relação contratual entre as partes, será considerado risco moral (COELHO; CAMARGO; RIGÃO, 2017, p. 6).

Fonseca e Domingues explicam que o risco moral pode ocorrer de forma simples, em que não há certeza a respeito do agente atuar em favor dos interesses do principal, risco moral bilateral, em que se espera que ambas as partes envolvidas (investidor e empreendedor) ajam em favor da outra, mas não se sabe se isso ocorrerá, e risco moral multitarefa, em que há uma pluralidade de tarefas a serem executadas pelo agente e nem todas são em nome do mesmo principal. Neste caso, poderá haver conflito de interesses com terceiros (FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 330-331).

Assim, a eventual assimetria de informações entre o fundo investidor e a *startup* pode fazer com que os empreendedores, após o recebimento do aporte financeiro, tomem decisões e pratiquem atos diferentes dos inicialmente acordados, seja na utilização dos recursos, seja na forma de gerir o empreendimento, caracterizando, assim, o risco moral. No investimento feito em *startups* por fundos de *venture capital* e *private equity*, o *moral hazard* está no risco de decisões e atitudes diferentes das esperadas pelo investidor.

Para Giuliano Tozzi Coelho, Henrique Cabral Camargo e Romulo de Oliveira Rigão (2017, p. 7), o risco moral pode ser mitigado através de cláusulas contratuais inseridas na instrumentalização do investimento. Assim, os autores sugerem a inclusão de cláusulas que especifiquem qual deverá ser a aplicação dos valores entregues à *startup*, sob pena de alguma multa ou outra penalidade em caso de aplicação do dinheiro de forma diversa à especificada. Ou seja, antes da *startup* receber o aporte financeiro, já estará previamente definido como os empreendedores poderão utilizar o investimento, por exemplo para ampliação de mercado, aquisição de outras startups, marketing, equipe, etc. Os autores também sugerem a inclusão de cláusulas que permitam a participação ativa do investidor no empreendimento, bem como o monitoramento sobre a administração da *startup*.

Nota-se que esta cláusula, que especifica qual deverá ser a aplicação dos valores entregues a Startup, busca minimizar a ocorrência de problemas de agência, em especial ao do risco moral, uma vez que estabelece consequências pela possível quebra de confiança, materializada por um desvio de condutado Agente na aplicação dos valores recebidos, que podem nem sempre estar alinhados aos interesses do Principal

Outra cláusula pode ser assim redigida: "Fica assegurado à investidora o direito de vetar operações que importem ônus excessivo à startup ou, ainda, alterações na estrutura da sociedade, tais como: (a) assunção de obrigações superiores a R\$ 1.000,000; (b) contratação de funcionários com salários superiores a R\$ 5.000,00; e (c) alterações do contrato ou estatuto social que importem em obrigações societárias futuras."

Tal cláusula tem por objetivo exercer um monitoramento sobre a administração da Startup, justamente por possíveis problemas de risco moral advindos do desconhecimento do comportamento dos empreendedores na condução dos negócios. Vale lembrar que, via de regra, os empreendedores possuem mais conhecimento do produto ou serviço do que gestão de empresas nessa fase inicial (COELHO; CAMARGO; RIGÃO, 2017, p. 7).

Em complemento, Fernando Cesar Nimer Moreira da Silva (2014, p. 46) entende pertinente a utilização de sinalização. De acordo com o autor, a sinalização consiste na atitude voluntária de uma parte fornecer a informação de maneira voluntária, reduzindo a desconfiança da parte menos informada.

O autor cita algumas formas de sinalização que fazem com que o investidor se sinta confiante e acredite nas informações passadas pelos empreendedores:

Em negócios de venture capital são exemplos de sinalização: 1) assunção, pelo contratante, de parcela maior dos riscos, como forma de indicar a viabilidade do negócio; 2) oferecimento de garantias à execução, para demonstrar a qualidade do empreendimento; 3) assunção unilateral de custos incorridos para fornecer informação relevante à outra parte, demonstrando o interesse em contratar; 4) tornar a remuneração das partes variável, calculada em função do desempenho alcançado pelo negócio; 5) investir recursos próprios no projeto; 6) oferecer ao investidor prioridade na devolução dos recursos investidos em caso de insucesso do empreendimento (SILVA, 2014, p. 46).

Percebe-se, assim, que embora decorram da assimetria de informações, a seleção adversa ocorre em um momento pré-contratual, ou anterior à celebração do negócio jurídico, tendo em vista que se caracteriza pela dificuldade que o gestor do fundo de investimento terá para escolher a melhor opção para realizar a alocação de recursos, em razão das informações assimétricas, ou, como afirmam Fonseca e Domingues (2018, p. 330), a seleção adversa “diz respeito à escolha errada de um produto”. O risco moral, por sua vez, ocorre em momento posterior à assinatura do contrato, pois somente após a celebração do negócio jurídico, o agente poderá apresentar comportamentos desonestos que dificultarão a fiscalização pelo principal, isto é, “refere-se à possibilidade que o indivíduo possui de alterar seu comportamento durante uma relação” (FONSECA; DOMINGUES (2018, p. 330).

Haverá, portanto seleção adversa quando, o gestor do fundo de *venture capital* ou *private equity* não possuir informações suficientes acerca da *startup* investida, incluindo-se o seu modelo

de negócio, débitos, presença no mercado, bem como informações sobre os empreendedores que estão à frente do empreendimento. Assim, pela assimetria de informações, o investidor, representado pelo gestor do fundo, atuando como principal, terá dificuldade para saber se aquele será um bom investimento, em um empreendimento promissor.

Quanto ao risco moral, estará presente em um investimento quando, após a celebração do contrato e a realização do aporte financeiro, o fundo de investimento, como principal, não tiver informações simétricas e completas para fiscalizar e acompanhar as decisões tomadas pelo empreendedor, como agente. Assim, o investidor não saberá se o empreendedor estará tomando atitudes para se beneficiar, ou se as ações estão em consonância com os interesses do investidor.

Portanto, a seleção adversa e o risco moral são outros problemas decorrentes da assimetria de informações entre o investidor e o empreendedor.

6.3 Aumento dos custos de transação

A assimetria informacional também pode levar ao aumento dos custos de transação para o fundo de *venture capital* e *private equity*, bem como para todo o investimento, pois, a busca por informações completas e simétricas pode ser algo custoso para as partes envolvidas na negociação.

Por ter a incerteza e o alto grau de risco como fortes características das *startups*, estas empresas nascentes, normalmente, possuem custos de transação mais altos do que empresas tradicionais. Assim, naturalmente, será mais custoso realizar atividades necessárias para viabilizar a concretização de negócios e transações entre *startups* e seus administradores, com fundos de investimento.

Afinal, como escreveu Ronald Coase, para realizar uma transação:

É necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar, bem como sobre as condições sob as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para se assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos (COASE, 2008, p. 12).

Neste diapasão, pelo alto grau de risco e extrema incerteza, os custos para buscar informações, concluir as negociações, formalizar contratos, buscar parceiros comerciais, captar investimento, monitorar as partes envolvidas no contrato, garantir o devido cumprimento dos contratos e, conseqüentemente, o tempo e o valor monetário gasto para concluir as transações, tenderão a ser maiores.

Sobre o assunto:

A árdua tarefa de fundraising¹²² pode ser explicada pela teoria dos custos de transação. (...) No contexto das startups – empresas tipicamente inovadoras e em estágio de desenvolvimento – a questão se torna bem complexa. Empresas menores tendem a oferecer um grau organizacional e comportamental melhor, mas são menos vantajosas em termos de custos de transação, uma vez que apresentam graus de incerteza mais acentuados que empresas de grande porte. (...) Os custos de transação dessas empresas, categoria em que se enquadram as startups, são, conseqüentemente, mais altos do que das demais, já que o investidor deve estar mais atento ao monitoramento das ações tomadas pela gestão, o que é um dos obstáculos à obtenção de recursos no mercado (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 76).

No mesmo sentido, Victor Cabral Fonseca e Juliana Oliveira Domingues também explicam que o custo de transação costuma ser mais elevado em *startups* do que em sociedades empresárias tradicionais, citando três motivos para tanto. Primeiro, pois *startups* são empresas recentes, de porte pequeno ou médio. Segundo, pois estas empresas nascentes estão em situações em que há elevado grau de assimetria informacional. Por fim, os autores citam o alto nível de incerteza das *startups* para justificar os custos de transação. Assim, considerar os custos de transação é uma prática interessante tanto para os investidores quanto para os empreendedores que fazem a captação de recursos (FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 334).

Cumprido destacar que, sob um aspecto econômico, a disciplina jurídica da empresa deve procurar reduzir os custos de transação que os empresários enfrentam para concretizar as relações jurídicas contratuais. Caberá, então, à legislação regulamentar os contratos inerentes à atividade empresarial e instituir mecanismos eficientes que sejam capazes de reduzir os custos de transação. Neste sentido, aduz Eduardo Goulart Pimenta:

Sob um enfoque econômico, a disciplina jurídica da empresa deve se preocupar em procurar reduzir ao máximo os custos que os empresários enfrentam para concretizar as relações jurídicas contratuais necessárias ao seu exercício. Cabe à legislação, ao regulamentar os contratos inerentes à atividade empresarial, não apenas dispor sobre a sua constituição e funcionamento, mas também procurar estabelecer mecanismos

¹²² Ato pelo qual as *startups* realizam a captação de recursos.

eficientes de aquisição, manutenção, proteção e transferência de direitos entre os agentes econômicos como forma de minimizar os custos de transação.

(...)

Assim, a disciplina jurídica da empresa deve procurar reduzir os custos que o empresário enfrenta para fixar as relações jurídicas necessárias à aglutinação dos fatores de produção estabelecendo, por exemplo, regras claras de contratação, maior agilidade na formalização destes contratos e máxima eficiência no respeito aos direitos e deveres livremente estipulados pelas partes (PIMENTA, 2020b, p. 81-82).

Igualmente, escrevem Pimenta e Lana:

Sabe-se ser função do sistema jurídico proporcionar a diminuição dos “custos de transação”, com fins a facilitar a contratação entre os agentes econômicos, permitindo a maior existência de segurança, fazendo com que se minore o risco assumido pelo empresário durante o exercício de sua atividade negocial (2010, p. 103).

Neste sentido, a LC 167/19 e o Marco Legal das Startups, além de fomentar o empreendedorismo e a inovação, também objetivam reduzir os custos de transação entre as startups, de modo que seja possível que as empresas nascentes celebrem mais contratos e transações. A título de ilustração, tem-se a criação do Inova Simples pela LC 167/19, que trouxe formas de desburocratizar a abertura de empresas voltadas para a inovação e a possibilidade de utilização de um rito simplificado para registro de marcas e patentes. E, quanto ao Marco Legal das Startups, possibilitou-se a redução de formalidades e burocracias extremamente custosas, como o número mínimo de membros da diretoria e dispensa de publicações em diários oficiais e jornal de grande circulação.

Assim, é possível afirmar que, sob um aspecto jurídico da empresa, a recente legislação referente às *startups* também tenta reduzir os custos de transação para estas empresas nascentes. Assim, espera-se ser possível a celebração de mais contratos e realização de maior número de transações, já que os custos de transação, acredita-se, poderão ser mais baixos.

Como foi exposto no primeiro capítulo desta dissertação, os custos de transação são os custos suportados pelos agentes econômicos para a realização de alguma transação. Ou seja, é tudo aquilo que os agentes precisam pagar ou abrir mão para que a transação seja concretizada¹²³.

¹²³ Timm e Guarisse (2012, p. 167) fazem uma interessante observação, ao afirmarem que os custos de transação saem do bolso de uma das partes, mas não entram no bolso da outra. Ou seja, são “pura ineficiências, mero atrito na relação comercial entre dois agentes, indisponível para uso útil”.

Os custos de transação são objeto de estudo da Teoria Neo-Institucionalista¹²⁴, capitaneada por Oliver Williamson, que é professor da Universidade de Berkeley, e Douglas North, que é ganhador do Prêmio Nobel de Economia de 1993. A Teoria dos Custos de Transação faz uma crítica à Teoria Econômica Neoclássica e a presunção de perfeição do mercado, pois para a teoria neoclássica, o mercado encontra o perfeito equilíbrio entre oferta e demanda, não se concedendo relevância para variáveis relacionadas ao custo de se negociar¹²⁵. Porém, os custos de transação estão sempre presentes e influenciam diretamente na interação entre os agentes econômicos, alterando as condições de negociação e, conseqüentemente, o preço (RIBEIRO; GALESKI JUNIOR, 2009, p. 104).

Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi explicam que os custos de transação compreendem os custos com a realização de atividades necessárias para viabilizar a concretização da transação. Dentre estas atividades necessárias, está a busca por informações completas (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 62).

No mesmo sentido, Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino Lana ensinam que os custos de transação significam todo custo “para se encontrar um interessado; custo para negociação, elaboração e discussão de contratos, contratação de advogado, obtenção de informações; custo para se fazer cumprir o contrato; etc” (PIMENTA; LANA, 2010, p. 112).

É importante para a concretização dos negócios jurídicos que os agentes tenham informações claras e relevantes sobre regras de distribuição de preço e qualidade das mercadorias, sobre insumos de trabalho e a busca por potenciais compradores e vendedores, assim como ter acesso à informação relevante sobre o comportamento desses agentes e a circunstância em que operam (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 62).

¹²⁴ Conforme Pinheiro e Saddi (2005, p. 62), “Os custos de transação são o principal elemento motivador da Teoria Neoinstitucionalista, de acordo com a qual o principal papel das instituições econômicas é reduzir o valor desses custos. Vale dizer, para entender a razão de ser e a maneira como se moldam as instituições econômicas, é preciso analisar como elas atuam para permitir aos agentes econômicos transacionar a um custo mais baixo”.

¹²⁵ Ainda de acordo com Pinheiro e Saddi (2005, p. 61), “A Teoria Neoclássica é pouco útil para estudar aspectos da atividade econômica – em especial aqueles relacionados às instituições legais, aos contratos, às organizações e às formas como elas se relacionam –, pois faz uso de hipóteses simplificadoras que negam a relevância prática desses traços e de instituições da economia, contradizendo o que se observa na prática. Segundo, Ronald Coase na Teoria Neoclássica, “nós temos consumidores sem humanidade, empresas sem organização, e até trocas sem mercados. Tais simplificações são frequentemente comparadas às adotadas nos modelos da física que assumem que não há atrito: elas são úteis para entender muitos conceitos, mas podem não servir para compreender situações em que a existência de atrito é a principal explicação para o fenômeno em estudo. Os custos de transação são a contrapartida do atrito na economia”.

Robert Cooter e Thomas Ulen explicam que uma transação comercial é dividida em três passos. O primeiro passo é a localização de um parceiro comercial. O segundo passo é a negociação entre as partes, para que estas cheguem a um acordo. Por fim, o terceiro passo consiste em fazer cumprir o contrato celebrado, que implica em monitorar o desempenho das partes e punir violações do acordo. Assim, os custos de transação estão presentes nestas três fases da transação comercial e são definidos como (i) custos da busca para a realização do negócio, (ii) custos da negociação, e (iii) custos do cumprimento do que foi negociado (COOTER; ULEN, 2010, p. 105).

Da explicação trazida pelos autores, é importante ponderar sobre os custos de negociação e os custos do cumprimento do que foi negociado, já que tais custos se identificam com os custos de transação decorrentes da assimetria de informações.

Quanto ao custo da negociação, se referem aos custos para as negociações e formalização dos instrumentos contratuais. De acordo com Cooter e Ulen, quanto maior for o acesso à informação, menor será o custo para a elaboração do contrato. Igualmente, menor será o custo se as partes dispuserem de informações públicas, enquanto mais onerosa será a negociação se as informações forem privadas e não divulgadas. Nas palavras dos autores:

As informações públicas facilitam o acordo possibilitando que as partes calculem condições razoáveis para a cooperação. Consequentemente, as negociações tendem a ser simples e fáceis quando as informações sobre os valores de ameaça e soluções cooperativa são públicas.

(...)

As negociações tendem a ser complicadas e difíceis quando as informações sobre os valores de ameaça e a solução cooperativa são privadas. As informações privadas impedem a negociação porque grande parte delas precisam ser transformadas em informações públicas para que se possam calcular condições razoáveis para a cooperação. Em geral, a negociação tem um custo elevado quando exige que se transformem muitas informações privadas em informações públicas. (COOTER; ULEN, 2010, p. 105).

Por fim, quanto aos custos de cumprimento da transação, consistem nos custos para o cumprimento do contrato, de acordo com o seu tempo e complexidade. Um acordo que não leva tempo para ser cumprido não incorre nestes custos. Já no caso de transações complexas, monitorar o comportamento e punir eventuais violações do acordo pode ser dispendioso para as partes (COOTER; ULEN, 2010, p. 105).

Percebe-se, assim, que, os custos inerentes à busca e obtenção de informações completas e simétricas são entendidos como custos de transação. Ou seja, diligenciar para conseguir mais

informações sobre a *startup* e os empreendedores aumenta os custos de transação para a concretização do investimento.

Fernando Cesar Nimer Moreira da Silva explica que nos investimentos *venture capital* (e também *private equity*), os custos de transação “correspondem aos custos de identificação das partes contratantes, pesquisa, contratação, monitoramento e administração do negócio” (SILVA, 2014, p. 12). A busca de informações relevantes sobre o negócio em si, bem como sobre o comportamento dos agentes envolvidos pode ser custosa para as partes. Desta forma, a assimetria de informações entre empreendedor e fundos de *venture capital* e *private equity* acarretará em aumento dos custos de transação para a concretização do negócio.

Neste sentido, Victor Cabral Fonseca e Juliana Oliveira Domingues, em uma análise sobre um estudo feito por Oliver Williamson sobre a teoria dos custos de transação, afirmam que o aumento dos custos de transação está diretamente ligado à assimetria de informações, já que os custos tendem a ser mais elevados quando as informações são distribuídas de forma desigual:

A razão pela qual o entendimento dos custos de transação é tão relevante é por que estes também estão relacionados com a questão da assimetria informacional. Os custos de transação tendem a ser elevados uma vez em que as informações estão distribuídas de forma desigual, e, ainda, são reveladas na subjetividade dos envolvidos. Williamson (1981, p. 554) chama isso de oportunismo dos agentes, e tal fator influencia diretamente os custos de transação (WILLIAMSON, 1981, p. 554, apud FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 333).

Antes de realizar a alocação de capital, o investidor buscará obter o máximo de informações relevantes sobre o empreendimento e os empreendedores. Porém, as informações obtidas diretamente pelas partes podem não ser suficientes para a tomada de decisões e conclusão do negócio jurídico. Para obter mais e melhores informações sobre o empreendimento que receberá o investimento, o gestor do fundo precisará diligenciar para obter eventuais informações que, às vezes, não serão repassadas pelo empreendedor, de forma inclusive proposital.

Eduardo Goulart Pimenta (PIMENTA, 2010, p. 44-45) aduz que as informações assimétricas acarretam a incompletude dos contratos, que tem como causa a existência dos custos de transação. Além dos custos de transação, as informações assimétricas acarretam, ainda, em custos de comprovação, isto é, custos para validar as informações obtidas e/ou passadas pela outra parte envolvida na negociação.

De acordo com o autor:

A segunda causa de incompletude dos contratos está exatamente na existência dos custos de transação (...). A incompletude dos contratos, particularmente relevante em contratos de longo termo ou relacionais, decorre ainda de fatores como as informações assimétricas (*assimetric informations*) entre os contratantes. A assimetria de informações entre dois ou mais partícipes de um contrato se verifica quando um ou mais deles não dispõe do mesmo número de dados relevantes sobre as circunstâncias e as consequências da contratação.

Desta assimetria de informações sobre as circunstâncias de contratação decorrem os chamados custos de comprovação (*verification costs*) que são, em apertada síntese, os custos em que incorrem as partes para comprovar as informações que são relevantes para a elaboração do contrato (PIMENTA, 2010, p. 44-45)

Sob a ótica do problema de agência, a assimetria de informações aumenta os custos de transação e os custos de agência do principal para fiscalizar e assegurar que o agente está adotando as condutas esperadas, isto é, que o agente está agindo de acordo com os interesses do principal (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 126).

Para reduzir a assimetria informacional, os agentes envolvidos poderão obter mais informações, tanto sobre o empreendimento ou o veículo de investimento, quanto sobre as partes envolvidas na negociação, isto é, os empreendedores e os investidores, consultando outras fontes de informação. Daniel Arbix (2017, p. 201) menciona que relacionamentos externos das partes envolvidas dentro do ecossistema de *startups*, através da troca de experiências e informações, pode ser uma boa forma de obter informações relevantes, por terceiros, sobre a reputação das partes envolvidas.

Portanto, a assimetria de informações pode aumentar os custos de transação para o fundo de investimento que realizará o aporte financeiro.

6.4 Alocação ineficiente de recursos escassos

Espera-se que os envolvidos em um investimento *venture capital* ou *private equity* realizem alocações eficientes de recursos. Afinal, como afirma Mankiw (2009, p. 4), “os recursos são escassos”, razão pela qual devem ser alocados de maneira eficiente, de modo que seja possível maximizar os resultados e o bem estar.

De acordo com Henrique Avelino Lana, os agentes econômicos são racionais e, portanto, buscam a melhor e mais eficiente alocação de recursos escassos, de modo a produzir o máximo de bem estar. Assim, os agentes tentam maximizar a sua satisfação, transferindo seus recursos

para aquelas posições e situações que ofereçam o máximo de bem estar ou o mínimo de prejuízo (LANA, 2017, p. 67).

A assimetria informacional também pode acarretar em alocações ineficientes de recursos, tendo em vista que, por não ter informações claras e precisas sobre o empreendimento, o gestor do fundo de *venture capital* ou *private equity* pode (i) realizar aporte de recursos em um empreendimento que não é promissor ou (ii) deixar de realizar o aporte de recursos em um empreendimento viável (SILVA, 2014, p. 42). Ou seja, como o investidor não terá informações simétricas sobre o empreendimento, a decisão tomada (investir, ou não, em determinado empreendimento) poderá não trazer o maior bem estar¹²⁶, não sendo, assim, uma alocação eficiente.

Soma-se, também, ao fato de que a assimetria de informações poderá aumentar os custos de transação inerentes ao investimento, como foi explicado no tópico anterior. Desta forma, quanto maior o custo de transação, menos eficiente será a alocação de recursos. Partindo deste pressuposto, o aumento do custo de transação também contribui para a alocação ineficiente de recursos escassos.

Eduardo Goulart Pimenta explica que sob uma perspectiva dinâmica da empresa, não se pode admitir como eficiente uma hipótese em que as transações econômicas^{127 128} não sejam realizadas, levando-se em consideração que a eficiência está em permitir que as transações se realizem com o menor custo possível. Logo, quanto mais baixos forem os custos de transação, maiores e mais eficientes serão as transações contratuais. Afinal, a eficiência está em minimizar os custos de transação, através da redução ou eliminação das dificuldades e gastos para a contratação (PIMENTA, 2010, p. 33).

Ainda:

Não há como haver empresa sem esta gama de transações ou relações jurídicas contratuais. A eficiência, aqui, está em permitir que estas transações se realizem com o

¹²⁶ Como pontua Ribeiro e Galeski Junior (2009, p. 89), dentre duas possíveis decisões, deve-se escolher aquela que traga o maior bem estar.

¹²⁷ “As transações econômicas (relações contratuais) são instrumentos pelos quais os agentes econômicos procuram interagir no sentido de obter a máxima eficiência na produção ou alocação de bens e serviços disponíveis e, deste modo, maximizar seus próprios interesses” (PIMENTA, 2010, p. 31).

¹²⁸ “Não há como haver empresa sem esta gama de transações ou relações jurídicas contratuais. A eficiência, aqui, está em permitir que estas transações se realizem com o menor custo possível. Quanto mais baixos forem os custos de transação maiores e mais eficientes serão as transações contratuais realizadas pelos empresários com o intuito de organizar os fatores de produção (PIMENTA, 2020b, p. 80).

menor custo possível. Quanto mais baixos forem os custos de transação maiores e mais eficientes serão as transações contratuais realizadas pelos empresários com o intuito de organizar os fatores de produção (PIMENTA, 2020b, p. 80).

Para Henrique Avelino Lana:

Como se nota, considerando-se o aspecto dinâmico da empresa, esta é um feixe coordenado de relações jurídicas estabelecidas por contratos e, diante disso, por uma abordagem econômica, a eficiência consiste em diminuir ao máximo os custos de transação, para que, cada vez mais sejam celebrados contratos e cada vez mais haja organização, acúmulo dos fatores de produção, resultando em maximização de riquezas representadas pelo lucro (LANA, 2017, p. 66).

Logo, as informações assimétricas contribuem para que a alocação de recursos por parte do fundo de investimento seja ineficiente.

7 SOLUÇÕES PARA A REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E MAIOR EFICIÊNCIA EM INVESTIMENTOS *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY* PARA *STARTUPS*

Como foi acima exposto, a assimetria de informações pode trazer diversos problemas para o investimento, problemas estes que fazem com que o gestor do fundo de capital de risco não realize a alocação de recursos de maneira eficiente.

Daniel Arbix explica que em razão da assimetria de informações, o sucesso empresarial raramente acontece. Para o autor, a comunicação e transparência entre a *startup* e o investidor deve ocorrer de forma constante:

É neste contexto que as previsões sobre conflitos de interesse se mostram fundamentais. Elas buscam reduzir a diferença de conhecimento sobre a empresa, que pode gerar problemas de agência, como por exemplo uma gestão, pelos empreendedores, que confronte os interesses do investidor em conseguir retorno sobre o capital investido. Por força da assimetria informacional, isto é, do acesso distinto que cada parte tem a diferentes fontes de informação, suas estimativas sobre as probabilidades de sucesso empresarial raramente coincidem. Para que os indivíduos e empresas participantes de investimentos de alto risco lidem com assimetrias de informação, as comunicações entre eles devem ocorrer de forma constante, de modo que a avaliação de riscos e a identificação de incertezas a respeito dos resultados possivelmente alcançáveis pela startup sejam feitos conjuntamente, com trocas de informações que amparem os posicionamentos das partes quando houver múltiplas vias abertas, de relevância econômica e tecnológica (ARBIX, 2017, p. 199).

Porém, nem sempre as partes vão dispor de informações claras e completas para prosseguir com as transações. O fundo investidor poderá se valer de alguns mecanismos para reduzir a assimetria de informações durante a transação e, consequentemente, evitar que os problemas acima destacados prejudiquem o investimento.

Neste capítulo, serão abordadas algumas possíveis soluções que, conforme bibliografia consultada, acredita-se ser úteis para a redução de informações assimétricas e mitigação dos problemas acima destacados, fazendo com que o investimento seja mais eficiente.

7.1 Incentivos

Acredita-se que a principal forma de reduzir a assimetria de informações entre investidores e empreendedores, em se tratando de investimento em *startups*, seria através de boa

política de incentivos¹²⁹. Desta forma, com incentivos atrativos, o empreendedor terá interesse em divulgar informações claras e completas sobre o empreendimento ao investidor.

Isto decorre, pois, conforme Bruno Salama, a ideia de que indivíduos possam agir como maximizadores racionais de suas preferências sugere que os indivíduos possam também responder a incentivos (SALAMA, 2008, p. 22).

Para Decio Zylbersztajn e Rachel Sztajn, promover incentivos para que os agentes atuem de maneira coordenada faz parte do significado de um contrato. De acordo com os autores:

Sob a ótica da Economia das Organizações, um contrato significa uma maneira de coordenar as transações, promovendo incentivos para os agentes atuarem de maneira coordenada na produção, o que permite planejamento de longo prazo e, em especial, permitindo que agentes independentes tenham incentivos para se engajarem em esforços conjuntos de produção. A teoria da escolha contratual prevê que os contratos poderão variar em termos de eficiência, conforme o seu desenho defina incentivos para os agentes atingirem objetivos predefinidos. Os arranjos institucionais (contratos) somados ao ambiente institucional definirão diferentes mecanismos de incentivos, assim como os remédios para o não cumprimento das promessas (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 104).

Para se evitar o problema de agência, risco moral e seleção adversa, que decorrem da assimetria de informações, o principal deve buscar ações que apresentem compatibilidade de incentivos com os objetivos do agente, isto é, estabelecer um modelo regulatório que façam com que os objetivos do agente e do principal fiquem alinhados em relação à atividade. Assim, “quanto mais potente for esse mecanismo de incentivo, mais alinhado estarão os objetivos do regulador e da empresa” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 266).

Ainda sobre o problema de agência, Oioli, Ribeiro Junior e Lisboa destacam que os contratos que versem sobre situações de potencial conflito de agência, como é o caso de um contrato de investimento em *startups*, devem promover incentivos ao agente para atuar conforme os interesses do principal (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA, 2019, p. 126).

De acordo com Silva (2014, p. 41), a ausência de incentivos suficientes para a revelação de informação entre as partes é um dos principais riscos nos investimentos *venture capital* e *private equity*. Logo, um investimento sem incentivos adequados pode afetar o regular desenvolvimento do empreendimento.

¹²⁹ “Como as pessoas tomam decisões por meio de comparação de custos e benefícios, seu comportamento pode mudar quando os custos ou benefícios mudam. Em outras palavras, as pessoas reagem a incentivos” (MANKIW, 2009, p. 7).

Quando o empreendedor não recebe incentivos suficientes do investidor, pode ocorrer o *underinvesting*, que, de acordo com Victor Cabral Fonseca e Juliana Oliveira Domingues (2018, p. 331), ocorre quando o empreendedor não possui incentivos para garantir o sucesso do empreendimento, prejudicando investidores e até a própria *startup*.

Os incentivos podem estar relacionados à remuneração do empreendedor, ao alcance de metas preestabelecidas pelo investidor, bem como ao fracionamento dos aportes realizados na *startup* investida.

Acredita-se que, através destes incentivos, o empreendedor, na qualidade de agente, não medirá esforços para alinhar os seus objetivos ao do investidor, na figura do principal. Assim, o empreendedor terá motivos para não esconder informações do gestor do fundo de *venture capital* ou *private equity*, mitigando, assim, problemas decorrentes de informações assimétricas e fazendo com que o investimento seja mais eficiente.

7.2 Due diligence

Após a assinatura do *term sheet*, inicia-se o procedimento de *due diligince*, que é o momento de obtenção e verificação, por parte do investidor, de informações sobre as *startups* investidas, incluindo-se informações sobre os fundadores e sócios da *startup*. É feito antes da assinatura do contrato de investimento.

Este procedimento inclui análise de competidores, validação do produto e aspectos de propriedade intelectual, avaliação da estrutura legal e societária, aspectos financeiros, *compliance*, referências da *startup* e dos fundadores, etc. Por estarem as *startups* ainda em fase inicial de desenvolvimento, o foco desta análise também é o perfil dos fundadores, da equipe e a viabilidade do produto ou serviço desenvolvido pela *startup* (OIOLI; RIBEIRO JUNIOR; LISBOA (2019, p. 108).

De acordo com Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 121), a *due diligence* pode se desdobrar em (i) *market diligence*, que avalia o mercado em que a empresa está inserida, as demandas por seu produto/serviço, posicionamento no mercado, entre outro; (ii) *business diligence*, que consiste em avaliar operação e métricas da empresa, como, por exemplo, sua relação com clientes, avaliações contábeis, resultados, etc; e (iii) *legal diligence*, que busca analisar a estrutura societária, a documentação e o histórico jurídico-legal da empresa.

Realizar um procedimento de *due diligence* pode ajudar a reduzir a assimetria de informações no momento anterior ao investimento. É através desta diligência que o gestor do fundo de investimento buscará a fundo informações sobre o empreendimento e os empreendedores, informações que, possivelmente, não seriam divulgadas de imediato pelos empreendedores.

A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial cita os seguintes objetivos de uma diligência prévia ao aporte de *venture capital* ou *private equity*:

- Verificar se as informações da empresa foram fielmente apresentadas pelos empreendedores;
- Identificar passivos e potenciais contingências financeiras, fiscais, trabalhistas e ambientais (atuais e potenciais), fatores de risco e seu grau de severidade;
- Identificar a consistência dos ativos (possibilidade de realização e acurácia de seus registros);
- Confirmar aos investidores que sua tese de investimento e suas premissas estão corretas;
- Mitigar eventuais aspectos negativos sobre o negócio;
- Demonstrar que o trabalho pode ser feito em equipe: o processo de diligência é a primeira vez que o empreendedor vai trabalhar junto com o gestor de um veículo de investimento de PE/VC. Para o gestor, o processo mostra como será a dinâmica de trabalho com o empreendedor e sua equipe de executivos;
- Verificar como o empreendedor reage diante de problemas e como faz para resolvê-los;
- Educar futuros membros do conselho: esse processo também vai ajudar o gestor do veículo de investimento de PE/VC a aprender mais sobre o mercado em que a empresa atua. Dessa forma, o gestor irá adicionar maior valor ao gerenciamento do negócio. O conhecimento que o gestor obtém durante o processo de diligência é diferente daquele que o empreendedor possui. Consumidores, fornecedores e parceiros podem relatar aos gestores coisas que não diriam aos empreendedores, oferecendo uma perspectiva mais ampla e rica que aquela fornecida pelo empreendedor (ABDI, 2011, p. 161).

Finalizada a fase de *due diligence*, com base nos dados e informações obtidos pelos investidores, o investimento poderá, ou não, prosseguir. Isto, pois, caso o investidor identifique alguma inconsistência relevante que caracterize um risco para a *startup* ou o empreendimento, ou que a atividade desenvolvida pela *startup* não parece promissora em razão dos resultados obtidos, as tratativas poderão se encerrar e o aporte financeiro não será mais realizado. São os chamados *deal breakers*, que são descobertas por uma das partes envolvidas na negociação, que fazem com que o investimento não seja concretizado (ABDI, 2011, p. 167).

Gibran e Oliveira entendem que a função da *due diligence* é permitir a confrontação das informações que foram disponibilizadas pelas partes, bem como obter outras informações sobre a negociação, de modo que “a transação se de forma eficiente, garantindo a ambas as partes, de certa forma, a maximização de suas riquezas” (GIBRAN; OLIVEIRA, 2019, p. 128).

O *due diligence* é uma forma de mitigar a seleção adversa. Através de uma pesquisa prévia e obtenção de informações, o investidor poderá selecionar melhor o investimento e a empresa investida, tendo em vista que conseguirá “identificar e avaliar a qualidade e os riscos do negócio, e revelar informação que sirva para modificar ou confirmar a expectativa de risco-retorno do investidor. Os resultados da atividade influenciam a decisão do investimento, preço, prazo e demais condições do negócio” (SILVA, 2014, p. 146).

Assim, caberá ao investidor, através do *due diligence*, se esforçar e tomar as precauções mínimas antes de prosseguir com o investimento. Com isso, o gestor do fundo de investimento poderá reduzir as informações incompletas e assimétricas.

7.3 Participação ativa no empreendimento

Já em um momento posterior a assinatura do contrato de investimento, caberá ao gestor do fundo de investimento fiscalizar e monitorar as atividades da *startup*, bem como a tomada de decisões por parte do empreendedor. Uma forma muito atrativa de o investidor conseguir monitorar as decisões do empreendedor é participar ativamente do dia-a-dia da *startup*, se envolvendo e acompanhando a tomada de decisões e as informações internas do empreendimento.

É o que Victor Cabral Fonseca e Juliana Oliveira Domingues chamam de participação ativa dos investidores na empresa. Para os autores, esta participação ativa reduz a assimetria informacional envolvida no empreendimento e o investidor consegue aconselhar o empreendedor a respeito da condução da empresa (FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 344).

É visando esta participação ativa que os fundos de *venture capital* e *private equity* impõe, como condição do investimento, que o investidor possa ocupar um lugar na administração, conselho fiscal ou conselho de administração da *startup*, caso existente.

No caso do monitoramento das empresas investidas, este frequentemente acontece por meio dos Conselhos de Administração que são realizados para informar os acionistas da situação dos investimentos do veículo em que eles investiram. Essa medida, apesar de ter custo é de extrema importância para os acionistas, posto que assim conseguem controlar e observar as ações dos gestores/administradores da empresa investida (ABDI, 2011, p. 232).

Importante ressaltar que a Instrução CVM que regula os Fundos de Investimento em Participação (Instrução CVM 578/2016) prevê, em seu artigo 5º, que os Fundos de Investimento em Participação (FIP) devem participar ativamente da tomada de decisões da empresa investida, inclusive influenciando na definição da política estratégica e na gestão da investida. Isso se adequa ao que comumente é feito pelos fundos de *venture capital* e *private equity*, conforme acima mencionado.

Esta participação na tomada de decisões pode se dar pela detenção de ações que integrem o bloco de controle da *startup*, pela celebração de acordo de acionistas ou pela celebração de qualquer acordo, contrato ou negócio jurídico que assegure ao fundo a efetiva influência na política estratégica e gestão, inclusive por meio de indicação de membros do conselho de administração da empresa investida (artigo 6º, da ICVM 578/2016).

Portanto, além de ser uma forma de reduzir a assimetria de informações entre o fundo de investimento e a *startup*, tornando o investimento mais eficiente, a participação ativa também é uma exigência da CVM para os fundos de investimento que investem em empresas nascentes.

8 CONCLUSÃO

Nesta dissertação, pretendeu-se desenvolver um trabalho acadêmico, proporcionando um debate científico, sem esgotar o assunto, acerca da possível existência de assimetria de informações nos investimentos *venture capital* e *private equity* para empresas nascentes, que são as chamadas *startups*. O tema abordado na presente dissertação é recente e, aos poucos, vem crescendo no dia a dia empresarial, razão pela qual o objeto deste estudo ainda é merecedor de contínuos questionamentos por parte da doutrina especializada.

Buscou-se aprofundar no ecossistema das *startups*, destrinchando conceitos e características jurídicas relevantes das empresas nascentes. Realizou-se uma percepção histórica das *startups*, analisando a sua definição, aspectos jurídicos, empresariais e societários, em que se apresentou alguns modelos societários, previstos na legislação brasileira, que de acordo com a bibliografia consultada, podem ser utilizados pelos empreendedores que decidem iniciar a execução de uma ideia inovadora.

Chegou-se à conclusão que as *startups* tem características em comum e que são primordiais para distinguir as empresas nascentes de empresas consolidadas ou empreendimentos tradicionais. Uso constante de tecnologia, desenvolvimento de uma atividade inovadora, assumir riscos, empreender em condições de extrema incerteza e rápido e vertiginoso potencial de crescimento através do desenvolvimento de um produto ou serviço repetível e escalável são traços marcantes das *startups*, que as diferenciam de modelos de negócios tradicionais.

Também foi feita uma análise dos aspectos legais das *startups*, em que se buscou expor as legislações brasileiras voltadas especificamente para as empresas nascentes, consistentes na Lei Complementar n. 167/2019 e, principalmente, o Marco Legal das Startups (LC 182/2021), este último considerado, até então, a principal e mais recente legislação atinente às *startups*.

Conforme acima exposto, existem várias formas de se investir em *startups* e, conseqüentemente, a empresa nascente realizar a captação de recursos de terceiros. Foram abordadas nesta dissertação as principais modalidades de investimento, consistentes no *bootstrapping*, *FFF*, investimento anjo, fundos de investimento (*seed capital*, *venture capital* e *private equity*), *crowdfunding*, bem como algumas formas de desinvestimento, consistentes na venda da participação societária e *IPO*.

O investimento tem como contraprestação a restituição do valor investido, devidamente corrigido e acrescido de juros, ou uma fração da participação societária da *startup*, o que, conforme constatado em pesquisa bibliográfica, é a contraprestação preferida pelos investidores, pois se tornam sócios do empreendimento. Assim, procurou-se explicar as principais formas de obtenção da participação societária pelo investidor, consistente em mútuo conversível em participação societária, debêntures conversíveis em participação societária, opção de compra da participação societária, opção de subscrição da participação societária, e contrato de *vesting*. Além disso, foram explicadas as principais cláusulas contratuais que costumam constar em contratos de investimento em *startups*.

Diante disso, demonstrou-se, com base na bibliografia selecionada, que há assimetria de informações nos investimentos feitos em *startups*, especificamente em aportes realizados por fundos de *venture capital* e *private equity*. Demonstrou-se, também, que esta falha de mercado contribui negativamente para o sucesso do investimento, tendo em vista os problemas oriundos das informações assimétricas.

Assim, nesta dissertação, explicou-se quais problemas o fundo de investimento, sob a representação do seu gestor, poderia enfrentar caso os empreendedores não compartilhassem informações simétricas e completas sobre o empreendimento. Os principais problemas levantados após a pesquisa realizada foram: problema de agência, custos de agência, risco moral, seleção adversa, aumento dos custos de transação e alocação ineficiente de recursos escassos. Nada obstante, sugeriu-se, no capítulo 7 desta dissertação, algumas formas de mitigar a assimetria de informações em investimentos *venture capital* e *private equity* feitos em *startups* e, conseqüentemente, os problemas decorrentes desta falha de mercado, de modo que o investimento seja mais eficiente. Constatou-se que através de incentivos, a realização de um procedimento de *due diligence* e a participação ativa do investidor no empreendimento são formas de mitigar os problemas decorrentes da assimetria de informações entre o empreendedor e o fundo de *venture capital* e *private equity*.

Portanto, o objetivo inicialmente proposto para esta dissertação foi alcançado, com a validação da hipótese sugerida para o problema apresentado, pois, conforme apurado ao longo desta pesquisa, a eventual existência de assimetria de informações pode trazer problemas para investimentos feitos em *startups* através de fundos de *venture capital* e *private equity*, aumentando os custos de transação e acarretando em alocações ineficientes de recursos escassos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009. Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 15 nov 2020.

ABDI. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. Disponível em <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421>>. Acesso em 15 nov 2020.

ABSSTARTUPS. **Startups no Brasil – A maturidade do ecossistema nos últimos oito anos**. Disponível em <<https://abstartups.com.br/startups-no-brasil-a-maturidade-do-ecossistema-nos-ultimos-oito-anos/>>. Acesso em 05 nov 2019.

ABSTARTUPS; ACCENTURE. **O momento da startup brasileira e o futuro do ecossistema de inovação**. 2017. Disponível em <https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Radiografia_v26.pdf>. Acesso em 29 abr 2021.

ARBIX, Daniel. **Conflitos de interesse em startups**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). *Direito das startups*. Vol II. Curitiba: Juruá, 2017.

AZEVEDO, Letícia Juliane Pinheiro de. **Marco Legal das Startups começa a se tornar uma realidade**. Disponível em <<https://www.conjur.com.br/2021-mar-15/azevedo-marco-legal-startups-comeca-tornar-realidade#:~:text=O%20Marco%20Legal%20das%20Startups,para%20investimento%20em%20empreendedorismo%20inovador>>. Acesso em 15 jun 2021.

AZEVEDO, Paulo Furquim de. **Contratos – uma perspectiva econômica**. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). *Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Ed. Campus. 2005.

BARBOSA, Anna Fonseca Martins. **Mercado e Ecossistema Empreendedor**. In BARBOSA, Anna Fonseca; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino (Orgs.). **Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro**. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 17. ed. – São Paulo: Atlas, 2019.

BRASIL, Anjos do. **Guia de Investimento Anjo e Documentos Legais**. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf>. Acesso em 25 set 2019.

BRASIL, Anjos do. **O crescimento do Investimento Anjo: Pesquisa 2019 ano base 2018**. Disponível em:

<https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/evolu%C3%A7%C3%A3o_do_investimento_anjo_no_brasil_-_resultados_da_pesquisa_2019_ano_base_2018_-_anjos_do_brasil.pdf>. Acesso em 8 jul 2021.

BRASIL, Receita Federal do. **Instrução Normativa RFB nº 1719, de 19 de julho de 2017.** Dispõe sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618>>. Acesso em 15 jul 2021.

BRASIL, Receita Federal do. **Solução de consulta COSIT nº 139, de 03 de junho de 2015.** Disponível em <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=65065>>. Acesso em 27 mai 2021.

BRASIL, Receita Federal do. **Solução de consulta DISIT/SRRF10 nº 10024, de 22 de junho de 2015.** Disponível em <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=65795>>. Acesso em 27 mai 2021.

BRASIL. **Instrução CVM 578.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em: 25 set 2019.

BRASIL. **Instrução CVM 588.** Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>>. Acesso em 26 set 2019.

BRASIL. **Instrução CVM n. 539, de 11 de novembro de 2013.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>. Acesso em 30 nov 2020.

BRASIL. **Instrução Normativa nº 81, de 10 de junho de 2020.** Dispõe sobre as normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas, bem como regulamenta as disposições do Decreto nº 1.800, de 30 de janeiro de 1996. Disponível em <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-81-de-10-de-junho-de-2020-261499054>>. Acesso em 30 nov 2020.

BRASIL. **Lei Complementar 182, de 1º de junho de 2021.** Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm>. Acesso em 5 jun 2021.

BRASIL. Lei Complementar n. 167, de 24 de abril de 2019. Dispõe sobre a Empresa Simples de Crédito (ESC) e altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp167.htm>. Acesso em 12 jun 2021.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, 11 jan 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>. Acesso em 12 jan 2020.

BRASIL. Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004. Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, 3 de dezembro de 2004. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.973.htm>. Acesso em 20 abr 2020.

BRASIL. Lei n. 13.800, de 4 de janeiro de 2019. Autoriza a administração pública a firmar instrumentos de parceria e termos de execução de programas, projetos e demais finalidades de interesse público com organizações gestoras de fundos patrimoniais; altera as Leis nºs 9.249 e 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, e 12.114 de 9 de dezembro de 2009; e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13800.htm>. Acesso em 14 jun 2021.

BRASIL. Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019. Lei de Liberdade Econômica. Diário Oficial da União, Brasília, 20 set 2019. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em 20 mai 2021.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 14 abr. 2020.

BRASIL. Mapa de Empresas: Boletim do 1º quadrimestre/2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-do-1o-quadrimestre-de-2021.pdf>>. Acesso em 01 jun 2021.

BRASIL. Projeto de Lei Complementar n. 146-C de 2019. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0awtpa6f2aru4p4h56vi1qcjpi18098312.node0?codteor=2019597&filename=REDACAO+FINAL+-+PLP+146/2019>. Acesso em 12 jun 2021.

BRASIL. **Projeto de lei complementar nº 146, de 2019**. Senado Federal. Disponível em <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8915024&ts=1618834412342&disposition=inline>>. Acesso em 15 jun 2021.

BRASIL. **Votações da matéria PLP 146/2019**. Senado Federal. Disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/matéria/146040/votacoes#votacao_6278>. Acesso em 15 jun 2021.

BUSHATSKY, Daniel; ROCCO, Wagner Doñate. **Crowdfunding: captação de recursos por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo**. In: LONGHI, Maria Isabel Carvalho Sica; et al (coord.). *Direito e novas tecnologias*. São Paulo: Almedina, 2020.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de Recursos por startups**. São Paulo: Almedina, 2020.

CAPANEMA, Elaine Fontes. **Remuneração de administradores e a relação de agência na administração de sociedades anônimas**. Dissertação (mestrado). Programa de Pós-graduação em Direito. PUC Minas. 2019. Disponível em: <<biblioteca.pucminas.br/teses/DireitoCapanemaEF1.pdf>>. Acesso em 05 nov 2019.

CAPITAL, Associação Brasileira de Private Equity e Venture (ABVCAP). **Investimento em Venture Capital em 2021 é recorde e alcança R\$ 33,5 bilhões**. Disponível em <<https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-abvcap.aspx?c=pt-BR&id=5119>>. Acesso em 10 out 2021.

CARRILO, Ana Flávia. **Marco Legal Das Startups: tudo o que você precisa saber!**. Disponível em <<https://abstartups.com.br/marco-legal-das-startups-tudo-o-que-voce-precisa-saber/>>. Acesso em 15 jun 2021.

CARVALHO; Iury Teixeira de; PARCHEN, Charles. **Empresa simples de inovação: uma análise do novo regime jurídico para startups**. Disponível em <<https://repositorio.animaeducacao.com.br/handle/ANIMA/13730>>. Acesso em 05 nov 2021.

COASE, Ronald H. O problema do custo social. The latina merican and Caribbean. **Journal of Legal Studies**. Tradução de Francisco Kümmel F. Alves e Renato Vieira Caovilla, Rio Grande do Sul, v. 3. n. 1., 2008. Disponível em: <<http://services.bepress.com/lacjls/vol3/iss1/art9>>. Acesso em: 23 jan 2021.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 20. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2008;

COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. **Dessecando o contrato entre startups e investidores anjo**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Coord.) Direito das startups. Curitiba: Juruá, 2016.

COELHO, Giulliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. **Contrato de investimento em startup pela ótica da teoria da agência**: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. Revista dos Tribunais. 2017.

CONECTA, Orbi. **Sobre o Órbi**. Disponível em <<https://orbi.co/sobre/>>. Acesso em 14 set 2021.

COOTER, Robert; ULEN Thomas. **Direito & Economia**. 5ª ed. Tradução: Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa. Porto Alegre: Bookman. 2010.

CRUZ, Lucas Vinícios; LANA, Henrique Avelino. **Direito, inovação e tecnologia**: análise econômica das fintechs. Revista Meritum, Belo Horizonte, vol. 15, n. 3, p. 103-123, Set./Dez. 2020. DOI: <https://doi.org/10.46560/meritum.v15i3.7387>.

CUMMING, Douglas; HORNUF, Lars. **The Economics of Crowdfunding**: Startups, Portals, and Investor Behavior. California: Palgrave Macmillan. 2018.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Susan. **Venture Capital and Private Equity contracting**: an international perspective. San Diego: Elsevier, 2009. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=EXWMHie6IxsC&lpg=PP1&ots=WWQ3m-bfc5&dq=douglas%20cumming&lr&hl=pt-BR&pg=PR7#v=onepage&q&f=true>>. Acesso em 20 set 2021

CUMMING, Douglas. **The Oxford Handbook of Venture Capital**. Oxford: Oxford University, 2012. Disponível em <<https://books.google.com.br/books?id=PRVpAgAAQBAJ&lpg=PP1&ots=qMNzGYtBlw&dq=The%20Oxford%20Handbook%20of%20Venture%20Capital&lr&hl=pt-BR&pg=PP1#v=onepage&q=The%20Oxford%20Handbook%20of%20Venture%20Capital&f=false>>. Acesso em 21 ago 2021.

FALEIROS JÚNIOR, José Luiz de Moura. **O recente marco legal das startups e a limitação de responsabilidade do investidor**. 2021. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-de-responsabilidade-civil/350987/marco-legal-das-startups-e-limitacao-de-responsabilidade-do-investidor>>. Acesso em 14 nov 2021.

FAZZIO, Waldo Júnior. **Manual de Direito Comercial**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018.

FELD, Brad. **Startup communities**: Building na entrepreneurial ecosystem in your city. New Jersey: Wiley, 2012.

FILHO, João Glicério de Oliveira; POIDOMANI, Isabella Lucia. **Análise crítica da lei complementar nº 155 de 2016 na regulamentação do investidor-anjo**. Rev. Brasileira de Direito Empresarial. e-ISSN: 2526-0235. Maranhão. v. 3. n. 2. 2017. Disponível em: <<https://www.indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/2337>>. Acesso em 12 out 2021.

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

FUNDERBEAM. **Startup Investment Report: Estonia**. 2017. Disponível em <<https://static1.squarespace.com/static/5573469fe4b0061829d437e6/t/5939511520099e3818edcd f5/1496928554679/Startup+Investment+Report+Estonia.pdf>>. Acesso em 21 mar 2021.

GIBRAN, Sandro Mansur; OLIVEIRA, Gabriel Jacobs de. **Due diligence: o critério ético da maximização de riquezas de Richard Posner colocado em aplicação em operações de fusões e aquisições**. Percurso - Anais do VIII CONBRADEC. vol.01, nº.28, Curitiba, 2019. pp. 116-132

GRAHAM, Paul. **Startup = Growth**. Disponível em <<http://www.paulgraham.com/growth.html>>. Acesso em 16 jun 2021.

HILBRECHT, Ronald O. **Uma Introdução à Teoria dos Jogos**. In TIMM, Luciano Benetti (Org.). Direito e Economia no Brasil. São Paulo: Atlas, 2012.

JÚDICE, Lucas Pimenta. **Direito das Startups**. Vol. 2. Editora Juruá. 2016.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Coord.). **Direito das Startups**. Vol. 1. Editora Juruá. 2016.

JÚDICE, Lucas Pimenta. **Qual o melhor instrumento de investimento para você, seja empreendedor ou investidor?**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). Direito das startups. Vol II. Curitiba: Juruá, 2017.

KEPLER, João. **Smart Money**. A arte de atrair investidores e dinheiro inteligente para seu negócio. Editora Gente. 2018.

LANA, Henrique Avelino. **Falência e Recuperação de Empresas: Análise econômica do direito**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido. 2017;

LANA, Henrique Avelino. **O marco legal das startups decorrente da LC 182/21**. In: ELIEZER, Cristina Rezende; SOUZA, Lorena Ribeiro de Carvalho; LANA, Henrique Avelino (Org.). **Direito e tecnologia: teoria e prática**. Santo Ângelo: Metrics, 2021a.

LANA, Henrique Avelino. **Contrato público para solução inovadora – CPSI: apontamentos**. In: ELIEZER, Cristina Rezende; SOUZA, Lorena Ribeiro de Carvalho; LANA, Henrique Avelino (Org.). **Direito e tecnologia: teoria e prática**. Santo Ângelo: Metrics, 2021b.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. **Incompletude das informações na 11.101/05: uma abordagem mediante análise econômica do direito.** Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, n. 76, pp. 263-298, jan./jun. 2020. Disponível em: <<https://revista.direito.ufmg.br/index.php/revista/article/view/2069>>. Acesso em 15 jun 2021.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. **Investimentos e desinvestimento para startups.** Revista do Curso Dir. UNIFOR-MG, Formiga, v. 12, n. 1, p. 54-79, jan./jun. 2021. Disponível em: <<https://periodicos.uniformg.edu.br:21011/ojs/index.php/cursodireitouniformg/article/view/1276>>. Acesso em 15 jun 2021.

LEBOEUF, Gaël; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding as a new financing tool.** In: CUMMING, Douglas; HORNUF, Lars. The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior. California: Palgrave Macmillan. 2018.

LERNER, Josh et al. **The Globalization of Angel Investments: evidence across countries.** Cambridge: Harvard Business School, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2706546>. Acesso em 15.06.2019.

MACHADO; Rafael Bicca; DIAS, Jean Carlos. **Análise Econômica do Processo.** In TIMM, Luciano Benetti (Org.). Direito e Economia no Brasil. São Paulo: Atlas, 2012.

MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. **A função social e a responsabilidade social da empresa.** In: Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva, Belo Horizonte, n. 13, 2008. Disponível em: <<https://revistas.newtonpaiva.br/redcunp/wp-content/uploads/2020/05/PDF-D13-11.pdf>>, acesso em 29 ago 2021.

MAGALHÃES, Rodrigo Almeida; VILAÇA, Leonardo Ferreira; FANTINI, Laiane Maris Caetano. **As startups, o empreendedorismo e o direito: reflexões, estruturação jurídica e perspectivas.** In: ALCÂNTARA, Valderi de Castro; VILAÇA, Leonardo Ferreira. Empreendedorismo, organizações e direito: Os Impactos da tecnologia e da inovação nas atividades negociais e no exercício da cidadania. Belo Horizonte, 2021: Editora Expert.

MANKIW, Gregory. **Princípios de Microeconomia.** Tradução: Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Cengage Learning. 2009.

MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações.** 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017.

MICHILES, Saulo. **Inova Simplex: avanços para o mercado de startups, mas lacunas permanecem.** Disponível em: <www.conjur.com.br/2020-ago-17/saulo-michiles-avancos-lacunas-inova-simples>. Acesso em 08 nov 2021.

MINAS, Inovação Sebrae. **Ecossistema empreendedor: aprenda a criar um com o San Pedro Valley.** Disponível em <<https://inovacaosebraeminas.com.br/ecossistema-empreendedor-aprenda-a-criar-um-com-o-san-pedro-valley/>>. Acesso em 29 jun 2021.

NEGÓCIOS, Época. **Startups brasileiras recebem recorde de investimentos em 2020**. Disponível em <<https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2021/01/nao-ha-crise-para-startups-brasileiras.html>>. Acesso em 21 abr 2021.

NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Panorama jurídico dos investimentos em startups no Brasil**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 90. 2020.

NYBO, Erik Fontenele. **Memorando de entendimentos para pré-constituição de uma startup**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Coords.). Direito das startups. Vol I. Curitiba: Juruá, 2016.

OIOLI, Erik Frederico (Coord.). **Manual de Direito para Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR, José Alves; LISBOA, Henrique. **Financiamento da Startup**. In: OIOLI, Erik Frederico (Coord.). Manual de Direito para Startups. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

OLIVEIRA, Fabrício Vasconcelos de; RAMALHO, Amanda Maia. **O contrato de vesting**. Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, n. 69, pp. 183 - 200, jul./dez. 2016. Disponível em: <<https://revista.direito.ufmg.br/index.php/revista/article/view/1786>>. Acesso em 15 jul 2020.

PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. **Direito Empresarial: teoria geral, direito societário, títulos de crédito, recuperação de empresa, falência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017;

PEREIRA, Henrique Viana; MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. **Princípios constitucionais do direito empresarial: a função social da empresa**. Curitiba: Editora CRV, 2011.

PICKERT, Lorena. **Unicórnios Brasileiros: Conheça as startups brasileiras avaliadas em mais de US\$ 1 bilhão**. Disponível em: <<https://blog.aaainovacao.com.br/unicornios-brasileiros/>>. Acesso em 24 out 2021.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário**. 4. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2020a;

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito, economia e crise na empresa**. 1 ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2020b.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito, Economia e relações patrimoniais privadas**. Revista de Informação Legislativa, Brasília, v. 43, n. 170, p. 159-174, 2006a.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Teoria da Empresa em Direito e Economia**. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, v. 4, n. 14, p. 55-74, 2006b.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Eficiência econômica e Autonomia Privada como fundamento da recuperação de empresas no Direito Brasileiro**. In: Cesar Fiuza, Maria de Fátima Freire de Sá; Bruno Torquato de Oliveira Naves. (Org.). *Direito Civil: Atualidades II - Da Autonomia Privada nas Situações Jurídicas Patrimoniais e Existenciais*. 1 ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, v. II, p. 291-313.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **O princípio da preservação da empresa sob a ótica da Constituição Federal e do Código Civil de 2002**. *Revista do Curso de Direito (Nova Lima)*, Belo Horizonte, v. 3, p. 75-85, 2004.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Startups e capital**: instrumentos jurídicos de regulação dos investimentos em atividades empresariais. In BARBOSA, Anna Fonseca; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino (Orgs.). **Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro**. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2017.

PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. **O princípio da preservação da empresa em crise econômico-financeira em Direito & Economia**. *Revista da Faculdade Mineira de Direito (PUCMG)*, v. 11, p. 97-120, 2008.

PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA Henrique Avelino. **Direito, Inovação e Tecnologia**: Mercado, Ecossistema Empreendedor e as Start'ups. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021.

PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA, Henrique Avelino Rodrigues de Paula. **Análise Econômica do Direito e Sua Relação Com o Direito Civil Brasileiro**. In: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*. n. 57. p. 85-138. Belo Horizonte: jul/dez. 2010.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. São Paulo: Elsevier Campos, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

PONTES, Evandro Fernandes de. **Saída do investimento**. In: OIOLI, Erik Frederico (Coord.). *Manual de Direito para Startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

PORTO, Antônio José Maristrello. **Análise Econômica do Direito (AED)**. Disponível em: <https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u1882/analise_economica_do_direito_2017-2_0.pdf>. Acesso em 24 set 2019.

PORTO, Éderson Garin. **Manual Jurídico da Startup**. Como criar e desenvolver projetos inovadores com segurança. Ed. Livraria do Advogado. 2018.

POSSA, Anderson Aorivan da Cunha; OLIVEIRA, Glauco Fonteles; MENDES, Marcelo de Sá. **Uma análise econômica da Lei Complementar n. 167/19, que introduziu o Inova Simplex**. In: *Boletim Economia Empírica*. v 2. n 7. 2021. Disponível em: <www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/bee/article/view/5548>. Acesso em 09 nov 2021.

PRATA, João. **Quais são as fases de investimento em uma startup no Brasil e quem são os principais agentes desse processo.** Disponível em: <<https://projetodraft.com/quais-sao-as-processo/>>. Acesso em 25 set 2019.

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

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial.** 24º ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; GALESKI, Irineu Júnior. **Teoria Geral dos Contratos. Contratos empresariais e análise econômica.** Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.

RIES, Eric. **A startup enxuta:** como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. Tradução de Texto Editores. São Paulo: Le Ya, 2012.

RODRIGUES, Amanda Visentini. **Aspectos societários da constituição da startup.** In: OIOLI, Erik Frederico. **Manual de Direito para Startups.** Editora Thomson Reuters. 2019.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia.** 20. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O Que é “Direito e Economia”?** In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito & Economia.** 2ª edição. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008;

SALAMA, Bruno Meyerhof. **A História do Declínio e Queda do Eficientismo na obra de Richard Posner.** 2012. Disponível em: <http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1034&context=bruno_meyerhof_salama>. Acesso em 05 nov 2019.

SANTANA, Leonardo. **Mútuo conversível em participação societária – uma alternativa econômica e eficaz de captação de recursos.** In: JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). **Direito das startups.** Vol II. Curitiba: Juruá, 2017.

SCOCO, Daniel. **Startups = crescimento.** Disponível em <<https://danielscocco.com/startups-crescimento/>>. Acesso em 16 jun 2021.

SENADO, Agência. **Senado aprova Marco Legal das Startups;** texto vai à Câmara. Disponível em <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/02/24/senado-aprova-marco-legal-das-startups-texto-vai-a-camara>>. Acesso em 15 jun 2021.

SILVA, Adriano Fábio Cordeiro da; SOBRINHO, Adelgício de Barros Correia. **Crowdfunding enquanto contrato virtual: uma análise da natureza jurídica e de suas espécies.** In PINTO, Danielle Jacon Ayres; BASTOS, Elísio Augusto Velloso; ROVER, Aires Jose. **Direito, governança e novas tecnologias.** Florianópolis: CONPEDI, 2019. Disponível em <<http://site.conpedi.org.br/publicacoes/048p2018/z54tvw1x/zVNsCHOHmjjWw6F0.pdf>>. Acesso em 10 nov 2020.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da. **Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. doi:10.11606/T.2.2014.tde-20012015-162731. Disponível em <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-162731/pt-br.php>>. Acesso em: 14 jul 2019.

SILVA, Layon Lopes da. **Governança Corporativa para startups**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Coords.). **Direito das startups**. Vol I. Curitiba: Juruá, 2016.

SILVA, Marcus Alexandre da. **Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em startups**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). **Direito das startups**. Vol II. Curitiba: Juruá, 2017.

SOUSA, Sérgio Henrique Miranda de. **Capital Empreendedor. Venture Capital e Equity Crowdfunding. Capital de Risco**. Editora Joruá. 2008.

SOUSA, Sergio Henrique Miranda de. **O Processo De Tomada De Decisão Do Capital Empreendedor E O Financiamento De Empresas De Base De Inovação Tecnológica**. 2006. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2014.

SZTAJN, Raquel. **Notas de análise econômica contratos e responsabilidade civil**. Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro. São Paulo. v. 36. n. 111. Jul. / set. 1998.

SZTAJN, Rachel. **Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados**. São Paulo, Atlas, 2004.

SZTAJN, Raquel. **Law & Economics**. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Ed. Campus. 2005;

TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Notas sobre o crowdfunding no direito brasileiro**. Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM, Santa Maria, RS, v. 13, n. 3, p. 1134-1160, dez. 2018. ISSN 1981-3694. Disponível em: <<https://periodicos.ufsm.br/revistadireito/article/view/31176>>. Acesso em: 10 nov 2020. doi: <http://dx.doi.org/10.5902/1981369431176>.

THIEL, Peter. **De zero a um: O que aprender sobre empreendedorismo com o Vale do Silício**. Tradução de Ivo Korytowski. 1 ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2014.

TIMM, Luciano Benetti; GUARISSE, João Francisco Menegol. **Análise Econômica dos Contratos**. In TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2012.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito & Economia**. 2ª ed.. Porto Alegre: Livraria do Advogado 2008.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

VIEIRA, Lucas Bezerra. **Direito para startups: manual jurídico para empreendedores**. Natal, RN: Edição do autor, 2017.

WITTE, Natalie Carvalho. **Negociando um investimento: cláusulas e conceitos jurídicos no term sheet**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). **Direito das startups**. Vol II. Curitiba: Juruá, 2017.

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Raquel. **Direito e Economia: Análise econômica do direito e das organizações**. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Ed. Campus. 2005.