

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

***UNSUNG HEROES: INVESTIMENTO ANJO COMO FONTE DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS PARA STARTUPS E INCENTIVOS AO EMPREENDEDORISMO***

LUCAS CAMINHA DE LIMA E SILVA

Rio de Janeiro
2017/1º SEMESTRE

LUCAS CAMINHA DE LIMA E SILVA

***UNSUNG HEROES: INVESTIMENTO ANJO COMO FONTE DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS PARA STARTUPS E INCENTIVOS AO EMPREENDEDORISMO***

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito sob a orientação do Professor Mestre Gustavo Flausino Coelho.

Rio de Janeiro
2017/1º SEMESTRE

FICHA CATALOGRÁFICA

S586u SILVA, LUCAS CAMINHA DE LIMA
UN Sung HEROES: INVESTIMENTO ANJO COMO FONTE DE
CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA STARTUPS E INCENTIVOS AO
EMPREENDEDORISMO / LUCAS CAMINHA DE LIMA SILVA. --
Rio de Janeiro, 2016.
234 f.

Orientador: GUSTAVO FLAUSINO COELHO.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Direito, Bacharel em Direito, 2016.

1. Investidores anjos. 2. Startups. 3.
Empreendedorismo. 4. Políticas públicas. I. COELHO,
GUSTAVO FLAUSINO, orient. II. Título.

CDD 342.2

LUCAS CAMINHA DE LIMA E SILVA

UNSUNG HEROES: INVESTIMENTO ANJO COMO FONTE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA STARTUPS E INCENTIVOS AO EMPREENDEDORISMO

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Mestre Gustavo Flausino Coelho.

Data da Aprovação: __/__/____.

Banca Examinadora:

Orientador: Gustavo Flausino Coelho

Membro da Banca:

Membro da Banca:

Rio de Janeiro
2017/1º SEMESTRE

AGRADECIMENTOS

À família, base de tudo, que sacrificou tanto para me permitir chegar aonde cheguei.

Aos meus amigos, que sempre me estimularam a alçar novos voos. Nessa linha, gratidão especialmente à Aninha, Tarik e César, que me ajudaram com o estudo e permitiram que ele esteja sendo lido nesse momento.

Ao Banco BBM, que me deu o privilégio ainda muito raro de ter prazer na minha vida profissional e ambição sem fim de crescer cada vez mais.

Aos meus ex-coordenadores de estágio Pablo Salarini, Anna Carolina Penalber e Paula Ventura, sem os quais jamais teria chegado tão longe quanto estou hoje.

Ao meu orientador Gustavo Flausino Coelho, que chegou de repente no meu último ano de faculdade para se tornar o professor, mentor e amigo em que eu mais me espelho na instituição, e que teve a disposição (e paciência) de ler e criticar as diversas versões desse extenso estudo, e que ainda terá para continuar avaliando as próximas! (Certo?)

E, finalmente, a todos que injustamente não pude incluir nominalmente, mas que certamente construíram o caminho que andei.

Sem todos vocês, esse estudo não existiria (e nem Lucas Caminha). Muito obrigado!

"We all are men, in our own natures frail, and capable of our flesh; few are angels" (William Shakespeare).

RESUMO

O presente estudo buscará abrir discussões preliminares sobre a importância do investimento anjo e demais fontes de captação de recursos no ecossistema de empreendedorismo e inovação no Brasil, com o objetivo último de oferecer subsídios para criação e implementação de políticas públicas que impulsionem esse setor fundamental da economia. Para estabelecer fundações ao trabalho, nós colhemos e avaliamos informações qualitativas e pesquisas quantitativas sobre agentes capitalizadores de *startups*, com origem no Brasil e no exterior, advindos da academia jurídica, academia econômica e do próprio mercado de inovação. Estabelecido esse arcabouço teórico, passamos a compreender as práticas de mercado (usos e costumes) nas relações entre empreendedores e capitalizadores, explicando a natureza dos principais instrumentos e mecanismos contratuais. Por fim, tomamos todo esse conhecimento e passamos a instrumentalizá-lo, sugerindo ações positivas ao Estado para o fomento do empreendedorismo e traçando um paralelo com políticas públicas que influenciaram positivamente a indústria da inovação ao redor do mundo.

Palavras-chave: Investidores anjos. *Startups*. Empreendedorismo. Políticas públicas.

ABSTRACT

The present study shall aim to start preliminary discussions regarding the importance of angel investment and capital sources in the Brazilian entrepreneurship and innovation ecosystem, with the objective of offering subsidies in the creation and implementation of public policies that propel this fundamental sector of the economy. To establish foundations to this paper, we have collected and analyzed anecdotal evidence and quantitative research regarding agents who fund startups, both from Brazil and abroad, conducted from law schools, from economics schools and from the innovation market itself. By the time this theoretical framework is established, we begin to comprehend the market practices (ways and customs) involved in the relations between entrepreneurs and funding agents, explaining the nature of the most relevant instruments and contractual mechanisms. Finally, we take all this knowledge and begin to instrument it, suggesting positive actions to the State in order to promote entrepreneurship and tracing a parallel with public policies that have positively influenced the innovation industry around the world.

Key-words: Angel investors. Startups. Entrepreneurship. Public policies.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO COMO UM OBJETIVO CONSTITUCIONAL E A INOVAÇÃO COMO UM CAMINHO NECESSÁRIO À PROSPERIDADE	13
2. MERCADO FINANCEIRO: A BUSCA DAS <i>STARTUPS</i> POR CAPITAL.....	26
2.1. O mercado de crédito é viável para <i>startups</i> ?.....	30
a) Restrições financeiras	31
b) Restrições regulatórias	34
2.2. O mercado de capitais é viável para <i>startups</i> ?	38
2.3. O mercado de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> é viável para <i>startups</i> ?.....	47
2.3.1. Cenário brasileiro e ascensão local do <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	49
2.3.2. Áreas de atuação relevantes na indústria brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	54
3. FONTES DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA EMPREENDEDORES E SUAS <i>STARTUPS</i>	57
a) Estágio inicial embrionário (<i>seed stage</i>).....	57
b) Estágio inicial (<i>early stage</i>)	58
c) Estágio de expansão (<i>expansion stage</i>)	59
d) Estágio avançado (<i>later stage</i>).....	60
3.1. Family, friends and fools	61
3.2. Incubadoras e aceleradoras	63
a) Incubadoras.....	63
b) Aceleradoras	66
3.3. Equity Crowdfunding	70
3.4. Fundos de Investimentos em Participação: Instrução CVM 578.....	75
3.4.1. FIP – Capital Semente e FIP – Empresas Emergentes: os Fundos <i>Venture Capital</i> brasileiros.....	81
3.4.2. Fundos <i>Corporate Venture</i>	89
4. NATUREZA DO INVESTIMENTO ANJO: ENTENDIMENTOS PRELIMINARES...96	
4.1. Definição e nascimento do instituto no exterior: Estados Unidos e Europa.....	96
4.2. Definição, perfil e expectativa do investidor anjo	99
4.3. Associações de anjos e investimentos sindicalizados.....	107
4.4. Relação entre investidores anjos e Fundos <i>Venture Capital</i>	111

4.5.	Atualidades do mercado de investimento anjo	117
5.	OPERAÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO: ASPECTOS JURÍDICOS E FINANCEIROS.....	120
5.1.	Non-disclosure agreement (“NDA”)	121
5.2.	<i>Term Sheet</i> / Memorando de Entendimentos / Carta de Intenções	126
5.3.	<i>Due diligence</i> e suas razões de ser.....	127
5.3.1.	<i>Due Diligence</i> no investimento anjo.....	132
a)	Risco de Equipe	133
b)	Risco de Mercado	136
5.4.	Preço e <i>valuation</i>	138
5.5.	Instrumento preferido pelo investidor e modelo societário da investida	141
a)	Microempreendedor Individual	144
b)	Sociedade Limitada	146
c)	Sociedade Anônima	148
5.6.	Influência e mentoria no empreendimento	149
5.7.	Desinvestimento.....	154
a)	Venda financeira	155
b)	Venda estratégica.....	156
c)	Oferta Pública Inicial ou <i>Initial Public Offering</i>	160
5.7.1.	Opção de venda conjunta (<i>Tag Along</i>) e venda conjunta obrigatória (<i>Drag Along</i>).....	162
5.7.2.	<i>Timing</i> do evento de liquidez: <i>early exits</i> e <i>late exits</i>	166
6.	REGULAMENTAÇÃO PIONEIRA DO INVESTIMENTO ANJO: LEI COMPLEMENTAR 155	170
6.1.	Contrato de participação.....	171
a)	Partes, objeto e prazo	173
b)	Conversão do aporte em participação	175
c)	Preferência de aquisição na venda de participação dos sócios da investida	178
d)	<i>Tag along</i> na venda de participação dos sócios da investida.....	179
e)	Cláusulas adicionais.....	180
6.2.	Blindagem patrimonial do investidor contra as dívidas da investida	181
6.3.	Condição do investidor anjo e a vedação ao impacto na gestão da investida.....	193
7.	POLÍTICAS PÚBLICAS PARA O CUMPRIMENTO DA MISSÃO ESTATAL DE FOMENTAR A INOVAÇÃO: HÉLICE TRÍPLICE	197

7.1. Incentivos fiscais e regulatórios: Brasil na contramão do desenvolvimento inovador 199	
a) Estados Unidos	201
b) Israel	201
c) França	202
d) Itália.....	203
e) Irlanda.....	203
7.2. Iniciativa da Receita Federal: Proposta de instrução normativa em linha com nova regulamentação	204
7.3. Fundos de co-investimento e sua inerente utopia: capital público eficientemente alocado	205
7.4. Políticas públicas na ponta da demanda	207
CONCLUSÕES PRELIMINARES	209

INTRODUÇÃO

O universo das *startups* vem recebendo cada vez mais atenção da nossa sociedade graças a grandes exemplos como Facebook, Uber, Netflix, Netshoes, Buscapé, Google, Trivago e muitos outros, e o grande impacto que essas iniciativas geraram nas nossas vidas. Essa atenção é muito bem fundamentada: grandes autores da literatura econômica ensinam que a inovação empreendedora é fator de estímulo relevante para o desenvolvimento de uma nação, e tal afirmação vem sendo cada vez mais fundamentada por pesquisas empíricas.

Em que pese essa atenção renovada (podemos defini-la vulgarmente como a “glamourização” do empreendedorismo), pouco se fala pragmaticamente sobre incentivos a atividades inovadoras nos conclaves dos representantes democraticamente eleitos do povo, ou nas reuniões a portas fechadas da administração pública. Entre diversas razões, uma levantada com frequência é a existência de poucos estudos acadêmicos a respeito do empreendedorismo, principalmente com viés jurídico.

Esse estudo não pretende ser um grande marco na trajetória dessas discussões, e nem exaurir os pontos necessários para uma correta implementação de políticas públicas pelo Estado. No entanto, esperamos que a reunião de diversas pesquisas e avaliações conduzidas ao redor do mundo sejam suficiente para ao menos deflagrar discussões preliminares acerca do tema, e ser um pequeno impulso ao estímulo público do qual a sociedade brasileira tão visceralmente precisa.

Para esse fim, nós percorreremos uma extensa trajetória que parte da própria razão de ser do empreendedorismo e atinge seu clímax em como incentivá-lo. No Capítulo 1, começamos com a natureza do objetivo de desenvolvimento nacional que deve ser perseguido pelo Estado, materializado na Constituição Federal de 1988. Como o princípio impositivo que é, a Carta Magna não estabeleceu trajetórias pragmáticas para seu cumprimento, e então introduzimos o ideal de Joseph Schumpeter: o desenvolvimento econômico de uma nação é atingido quando seus agentes de mercado são estimulados à inovação. Conjugando essas duas premissas, chegamos à conclusão preliminar de que é o dever do Estado brasileiro estimular um ecossistema favorável para empreendedores e suas *startups*.

No segundo capítulo, considerando que a atuação dos agentes inovadores é via de regra deficitária em recursos, nós entramos no universo do mercado financeiro e de capitais. A partir de uma abordagem classicamente analítica, nós compreendemos os aspectos históricos e jurídicos desses mercados para delimitarmos passo a passo qual segmento específico compreende os agentes superavitários que possuem recursos e disposição para investir capital em empreendedores. Ao fim, encontramos os mercados de *Private Equity* e *Venture Capital*, passando a uma linha do tempo que descreve a evolução dessas indústrias no Brasil.

No terceiro capítulo, passamos a classificar e descrever as diferentes etapas cronológicas da vida de uma startup, e, tomando essas categorias como base, passamos às fontes atuais de captação de recursos que empreendedores usam para capitalizar suas atividades: os Três F's (*family, friends and fools*), incubadoras e aceleradoras, plataformas de *Equity Crowdfunding*, Fundos de Investimento em Participações (Fundos *Venture Capital* e Fundos *Corporate Venture*) e crédito bancário tradicional.

No quarto capítulo, finalmente reconhecemos a existência e estudamos extensivamente a natureza de uma das fontes de captação de recursos mais importantes para o empreendedorismo e que não havia sido classificada até o momento: investidores-anjos (positivados pela Lei Complementar 155), agentes que investem seu próprio patrimônio em *startups* promissoras, não só com recursos financeiros, mas usando seus *backgrounds* para oferecer mentoria e redes de contatos de qualidade aos seus empreendedores. Nesse momento, avaliamos a natureza dos anjos em viés econômico, definindo suas práticas de mercado.

No quinto capítulo, passamos aos aspectos jurídicos das operações de investimento anjo, percorrendo uma linha cronológica que vai desde os diferentes instrumentos preferidos na prática de mercado, passando por acordos de confidencialidade, *due diligence*, cláusulas relevantes no contrato de investimento, efetivação do aporte de capital, monitoramento das atividades da *startup* e desinvestimento.

No sexto capítulo, abordamos a Lei Complementar 155, promulgada em novembro de 2016, que trouxe visibilidade suficiente ao investimento-anjo ao ponto de estimular a existência do presente estudo. Nessa seção, tomaremos os usos e costumes dos anjos no mercado anterior à lei, as principais preocupações acerca do regime jurídico aplicável e

aplicaremos um paralelo com o regime determinado pela lei, evidenciando todos os pontos relevantes e as possíveis consequências.

No sétimo capítulo, por fim, passaremos a um estudo comparado das políticas públicas que influenciaram positivamente as indústrias estrangeiras das nações que as implementaram, especialmente aquelas voltadas para o investimento anjo nos Estados Unidos, Europa e Israel. Em derradeira conclusão, instrumentalizaremos todas as premissas, estudos, pesquisas e avaliações encontradas ao longo do trabalho e, a partir desse arcabouço, sugeriremos ao Estado políticas públicas que fomentem o empreendedorismo brasileiro, e, por consequência, nos ajudem a caminhar pequenos passos em direção ao cumprimento do objeto constitucional do desenvolvimento nacional e à prosperidade.

1. O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO COMO UM OBJETIVO CONSTITUCIONAL E A INOVAÇÃO COMO UM CAMINHO NECESSÁRIO À PROSPERIDADE

Desde 1988 o desenvolvimento nacional é um objetivo fundamental da República Federativa do Brasil. O inciso II do art. 3º da Constituição Federal¹ diz expressamente que é um dever do Estado garantir o caminho para o crescimento qualitativo e quantitativo da economia, medindo sua intervenção a partir da livre iniciativa, livre concorrência e valorização do trabalho humano. Joseph Schumpeter, um dos grandes nomes da literatura econômica, ensinou que a maior conquista do capitalismo foi nos oferecer instrumentos que podem nos levar à democratização das riquezas².

De acordo com Arnoldo Wald³, o momento vivido em capitalismo globalizado permitiu a ascensão de uma revolução na ordem social: o mundo estaria caminhando para longe da sociedade em poder hierárquico, piramidal, e em direção a uma sociedade de “poder lateral”. Essa mudança seria decorrente dos avanços na comunicação, tecnologia e energia, resultando assim em novas relações políticas e econômicas.

Dentro do Direito Constitucional, conseguimos identificar que esse objetivo de desenvolvimento nacional se encaixa na classe que nosso ordenamento define como princípios. De acordo com os ensinamentos do Ministro Luís Roberto Barroso⁴, as normas jurídicas são um gênero que comporta duas espécies: as regras e os princípios. No conceito de Robert Alexy, as regras são normas que podem ser cumpridas ou não, sendo verdadeiras determinações jurídicas contra o mundo dos fatos⁵.

¹“Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: (...) II - garantir o desenvolvimento nacional; (...)”.

²SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

³WALD, Arnoldo. **O futuro do direito bancário e a regulação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 17, 64, abril-junho, p. 13-73. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2014.

⁴BARROSO, Luís Roberto. **Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os Conceitos Fundamentais e a Construção do Novo Modelo**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

⁵ALEXY, Robert. **Teoria dos Direitos Fundamentais**. 5ª Ed. alemã, traduzida por Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros Editora, 2008.

Temos como exemplos de regras constitucionais positivas a obrigatoriedade da Administração Pública contratar com particulares mediante licitação pública⁶ e os pré-requisitos processuais para conhecimento de recurso especial e extraordinário pelos Tribunais Superiores⁷. Por outro lado, são exemplos de regras constitucionais negativas as imunidades tributárias⁸ e a vedação contra instituir benefício da seguridade social sem uma correspondente fonte de custeio⁹.

Percebemos intuitivamente que regras são desenhadas de forma clara, sendo hipótese de aplicação “tudo ou nada”¹⁰ e, na maioria das vezes, a escolha de implementá-la no caso concreto não apresentará grandes dificuldades para o operador do Direito. Usamos essa mesma intuição para ver que a busca pelo desenvolvimento nacional não se encaixa no conceito de regra, já que está lidando com um ideal altamente abstrato. A pergunta sobre o caminho correto para alcançar a prosperidade foi objeto de digladiações entre filósofos e economistas ao longo dos séculos, então esse objetivo jamais poderia ser aplicado pragmaticamente como regra constitucional.

⁶“Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...) XXI - ressalvados os casos especificados na legislação, as obras, serviços, compras e alienações serão contratados mediante processo de licitação pública que assegure igualdade de condições a todos os concorrentes, com cláusulas que estabeleçam obrigações de pagamento, mantidas as condições efetivas da proposta, nos termos da lei, o qual somente permitirá as exigências de qualificação técnica e econômica indispensáveis à garantia do cumprimento das obrigações. (...)”.

⁷“Art. 102. Compete ao Supremo Tribunal Federal, precipuamente, a guarda da Constituição, cabendo-lhe: (...) III - julgar, mediante recurso extraordinário, as causas decididas em única ou última instância, quando a decisão recorrida: a) contrariar dispositivo desta Constituição; b) declarar a inconstitucionalidade de tratado ou lei federal; c) julgar válida lei ou ato de governo local contestado em face desta Constituição. d) julgar válida lei local contestada em face de lei federal. (...)”.

“Art. 105. Compete ao Superior Tribunal de Justiça: (...) III - julgar, em recurso especial, as causas decididas, em única ou última instância, pelos Tribunais Regionais Federais ou pelos tribunais dos Estados, do Distrito Federal e Territórios, quando a decisão recorrida: a) contrariar tratado ou lei federal, ou negar-lhes vigência; b) julgar válido ato de governo local contestado em face de lei federal; c) der a lei federal interpretação divergente da que lhe haja atribuído outro tribunal. (...)”.

⁸Art. 150. Sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios: (...) VI - instituir impostos sobre: a) patrimônio, renda ou serviços, uns dos outros; b) templos de qualquer culto; c) patrimônio, renda ou serviços dos partidos políticos, inclusive suas fundações, das entidades sindicais dos trabalhadores, das instituições de educação e de assistência social, sem fins lucrativos, atendidos os requisitos da lei; d) livros, jornais, periódicos e o papel destinado a sua impressão. e) fonogramas e videofonogramas musicais produzidos no Brasil contendo obras musicais ou literomusicais de autores brasileiros e/ou obras em geral interpretadas por artistas brasileiros bem como os suportes materiais ou arquivos digitais que os contenham, salvo na etapa de replicação industrial de mídias ópticas de leitura a laser. (...)”.

⁹Art. 195. A seguridade social será financiada por toda a sociedade, de forma direta e indireta, nos termos da lei, mediante recursos provenientes dos orçamentos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e das seguintes contribuições sociais: (...) § 5º Nenhum benefício ou serviço da seguridade social poderá ser criado, majorado ou estendido sem a correspondente fonte de custeio total. (...)”.

¹⁰Op. Cit. 4.

Por outro lado, em contraponto às regras, que são de conduta, nós temos os princípios, que são valorativos e finalísticos. Barroso ensina que princípios constitucionais são a porta pela qual os valores passam do plano ético para o mundo jurídico, irradiando para além da Carta Magna e atingindo todo o ordenamento (efeito da contaminação). Princípios constitucionais apontam ideais a serem buscados, sem método de aplicação pré-definido sobre como alcançá-los. Materialmente, eles identificam, entre outros, decisões políticas fundamentais, valores a serem observados em razão da importância ética, e os fins públicos a serem perseguidos pelo Estado¹¹.

Entendemos ser plenamente possível enquadrar o objetivo de busca pelo desenvolvimento nacional na categoria de fins públicos aos quais o Estado deve se dedicar em nome do seu povo. Ele se alia, então, a outro princípio: o tratamento favorecido para pequenas iniciativas econômicas brasileiras, materializado no art. 170, parágrafo único da Constituição Federal¹².

Conforme ensina Canotilho¹³, partindo do pressuposto que o objetivo de desenvolvimento nacional e o tratamento favorecido para pequenas empresas são princípios constitucionais, podemos interpretá-los como princípios impositivos¹⁴, já que impõe ao legislador ordinário e à administração pública o dever de elaborar os fins e tarefas necessários para atingí-los.

Tais fins e tarefas devem, de acordo com Eros Grau¹⁵, buscar o desenvolvimento nacional em duas frentes: o desenvolvimento quantitativo, que diz respeito ao crescimento econômico em sentido estrito, medido por fatores objetivos como PIB,

¹¹Op. Cit. 4.

¹²Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

¹³CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador**. 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

¹⁴Por outro lado, podemos propor classificações internas entre as normas que não se enquadram na aplicação “tudo ou nada” das regras: normas que buscam aplicar algum imperativo de justiça, honestidade ou qualquer direção moral são chamadas de princípios, mas normas que definem objetivos econômicos, políticos e sociais devem ser consideradas diretrizes. In.: DWORKIN, Ronald. **Taking Rights Seriously**. 5ª Ed. Londres: Duckworth, 1987.

¹⁵GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1998**. 17ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

número de atividades econômicas, arrecadação estatal, criação de empregos, entre outros; e o desenvolvimento qualitativo, que envolve elevação do nível cultural-intelectual da sociedade, redução das diferenças sócio-econômicas entre suas camadas mais altas e mais baixas e oferecimento de mitigadores para a falta de atendimento às demandas sociais mais básicas.

Nessa linha, Eros Grau¹⁶ e Joseph Schumpeter¹⁷ concordariam: o objetivo/obrigação (e, por que não, poder-dever) do Estado de garantir o desenvolvimento nacional brasileiro será alcançado pela construção de uma sociedade livre, justa e solidária mediante políticas públicas que alicercem esse objetivo, tudo mediante priorização constante do desenvolvimento econômico qualitativo. A questão é: como traduzir a teoria para a prática? Como cumprir o objetivo?

A Constituição Federal autoriza que ele seja atingido da maneira que parecer mais oportuna e conveniente ao Estado, já que, como qualquer outro princípio, não há qualquer direcionamento específico para implementá-lo pragmaticamente. Logo, na busca do caminho ideal para alcançarmos a prosperidade, nos tornamos ao marco teórico do presente trabalho e ao seu ideal máximo: inovação. De acordo com Schumpeter¹⁸, o desenvolvimento econômico de uma nação passará pela capacidade de seus agentes econômicos de conquistar estratégias de inovação no mercado capitalista. Podemos chamar esses agentes de empreendedores¹⁹, e seus veículos de *startups*, nos termos a seguir.

A missão de conceituar um empreendedor não é fácil, e jamais poderia ser exaurida ao longo desse pouco ambicioso estudo. Sendo assim, podemos partir do conceito do próprio Schumpeter: empreendedor é o agente que destrói a ordem econômica existente pela introdução de novos bens e serviços mediante criação de novas formas de organização ou pela exploração de novos recursos materiais²⁰. Alguém que toma os meios de produção (tangíveis e forças de trabalho) já existentes, mas, ao

¹⁶ Op. Cit. 15

¹⁷ Op. Cit. 2.

¹⁸ Op. Cit. 2.

¹⁹ Ressaltamos que o uso da palavra “empreendedor” ao longo do presente trabalho pode estar se referindo tanto a um único indivíduo quanto à equipe que dirige uma *startup*.

²⁰ Op. Cit. 2.

invés de combiná-los da forma ordinária que é implementada pelo seu mercado, ele cria uma nova combinação, e, a partir daí, desenvolve um novo produto²¹.

Quanto à *startup*, veículo usado pelo empreendedor para a materialização da sua atividade inovadora, nós tomaremos os princípios usados por Eric Ries²²: uma *startup* é uma instituição humana projetada para criar novos bens e serviços sob condições de extrema incerteza. Ela se difere de uma micro ou pequena empresa²³ exatamente porque oferece alguma espécie de inovação que traga uma vantagem competitiva em relação ao mercado, seja ela no produto em si ou na estratégia de administração²⁴.

As leis brasileiras ainda não definiram *startups*, mas o Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação cruzou metade do caminho conceituando as que possuem bases tecnológicas. De acordo com o art. 3º, I da Portaria nº 721/2012 do Ministério, “*startup é empresa recém-estabelecida, na qual se desenvolvem produtos, processos ou serviços com características inovadoras, garantidas por atividades de pesquisa e desenvolvimento, com o objetivo de inserção no mercado*”. Mesmo que estejamos falando de norma infralegal, é bom saber que pelo menos algum grau do poder público reconhece (alguns) veículos da inovação.

Curiosamente, o Congresso Nacional (ainda) não positivou os empreendedores ou as *startups*, mas nós temos a Lei 10.973/2004, chamada também de Lei da Inovação, cujo art. 1º, IV define inovação como:

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

²¹ Ibidem.

²²RIES, Eric. **The Lean Start up: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**. Nova York: Crown Publishing Group, 2011. pp. 26

²³ Buscando facilitar a identificação e absorção desse estudo por todos os interessados além de acadêmicos do Direito, sejam eles de outras academias, agentes públicos ou agentes do mercado, chamaremos a sociedade empresária de “empresa” em seu conceito vulgar, não devendo esse termo ser interpretado de acordo com o conceito legal de sociedade econômica organizada materializado no art. 966 do Código Civil.

²⁴ Sobre a estrutura de desenvolvimento da *startup*, nas palavras de Ries, elas “*possuem um norte verdadeiro, um destino em mente: criar um negócio próspero e capaz de mudar o mundo. Chamo isso de visão de uma startup. Para alcançar essa visão, as startups empregam uma estratégia, que inclui um modelo de negócios, um plano de produto, um ponto de vista acerca dos parceiros e dos concorrentes, e as ideias a respeito de quem serão os clientes. O produto é o resultado final dessa estratégia*”. In.: RIES, Eric. **The Lean Start up: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**. Nova York: Crown Publishing Group, 2011. pp. 22.

processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho.

O conceito de inovação proposto por Schumpeter e implementado pelos empreendedores passa diretamente pela ideia de que qualquer economia em sociedade é composta por “fluxos circulares” de negócios²⁵. Por exemplo: um agricultor colhe a sua safra de grãos, um agente industrial compra essa safra e a processa em bem de consumo, um distribuidor compra esse bem em larga escala e vende com lucro para lojas varejistas, e, finalmente, o consumidor final consome o produto para si e sua família. Temos na cadeia acima uma série de fluxos que se repetem sequencialmente na vida coletiva, e têm como objetivo a satisfação das necessidades sociais.

Metaforicamente, podemos ver a união desses fluxos como uma sinfonia que se repete através do tempo. Eles, no entanto, não se repetem indefinidamente, pois são influenciados por algumas mudanças mercantis que Schumpeter chama de espontâneas e descontínuas, visto que interrompem a sinfonia produzida pelos fluxos passados²⁶.

Essas perturbações no ritmo do mercado são exatamente os empreendimentos de inovação. São ideias nascidas em agentes econômicos que, quando colocadas em prática, criam novas opções de produtos para o mercado. A sinfonia é alterada por essas criações, e quanto maior for o número de perturbações ao ritmo, maior será o grau de desenvolvimento econômico. De acordo com Etzkowitz, a inovação é uma “fronteira sem fim” ou “transição contínua”, sem um ponto final por sempre haver espaço para evolução e disrupção²⁷.

As inovações não começam na esfera de necessidades dos consumidores finais, mas sim na própria cadeia produtiva e industrial. Será o novo produtor que trará a mudança econômica oferecendo algo que se destaca de tudo que o consumidor já viu até então, exatamente porque ele almeja uma posição de destaque em relação aos seus concorrentes. Não existe então uma demanda pré-existente, mas sim uma expectativa de

²⁵ Op. Cit. 2.

²⁶ Op. Cit. 2.

²⁷ VALENTE, Luciano. **Hélice tríplice: metáfora dos anos 90 descreve bem o mais sustentável modelo de sistema de inovação** (entrevista com Henry Etzkowitz em 2010). Disponível em: <http://inovacao.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1984-43952010000100002&lng=pt&nrm=is>. Acesso em 30.05.2017.

demanda que será ou não materializada (determinando então o sucesso ou fracasso do empreendimento). Esse papel inovador não será desempenhado por um empresário qualquer, mas por um empreendedor.

De acordo com Schumpeter²⁸, podemos ilustrar cinco formas diferentes em que se pode materializar a inovação mercantil:

- (i) introdução de um novo bem ou serviço até então desconhecido para o mercado (ex: produtos da Microsoft e Apple, rede social Facebook, aplicativos de *smartphone*);
- (ii) criação de um novo método de produção ou forma de manejar comercialmente uma mercadoria (ex: fordismo e toyotismo, método da *startup* enxuta de Ries²⁹, uso de plantas chinesas para reduzir custos de produção);
- (iii) criação ou descoberta de um novo mercado alvo para exploração comercial (ex: Uber, que usou preços competitivos para expandir os serviços de transporte particular para as camadas sociais menos privilegiadas)
- (iv) criação ou descoberta de uma nova fonte de matérias-primas ou de bens semi-manufaturados (ex: tecnologia que permite a extração de certo princípio ativo de uma planta para fins farmacêuticos); e
- (v) estabelecimento de um novo arranjo de indústrias (ex: criação ou fragmentação de um monopólio, como os setores brasileiros de telefonia e exploração de petróleo).

Por mais relevantes que sejam o empreendedor e sua *startup*, muitas vezes eles não são autossuficientes. Nas palavras de Delfim Netto, o desenvolvimento é pouco mais do que inovação e crédito³⁰, ou seja, *startups* precisam de recursos para se materializarem, especialmente quando não possuem capital próprio. Schumpeter entende que o acesso ao capital virá principalmente das sociedades fornecedoras de

²⁸ Op. Cit. 2.

²⁹ Op. Cit. 22.

³⁰ DELFIM NETTO. **Época Negócios**: Entrevista de Antônio Delfim Netto em 14.05.2012. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2012/12/delfim-netto.html>>. Acesso em 18.06.2017.

crédito, e não dos recursos do agente, permitindo então que as atividades inovadoras decolem³¹.

Essa dependência de ajuda externa que o empreendedor sofre ganha um aspecto institucional, já que a inovação precisará não só das instituições de crédito, mas também das instituições públicas, que deverão promulgar leis tornando acessíveis a educação voltada ao empreendedorismo, as taxas de juros, o acesso a investidores, os benefícios fiscais às atividades nascentes, entre outras diversas políticas públicas. Começamos a vislumbrar aí diretrizes práticas para cumprimento do objetivo constitucional de desenvolvimento nacional.

É interessante notar que, assim como as instituições serão o maior apoio do empreendedor, elas também representam a sua maior oposição. A destruição criativa trazida pelo inovador atacará exatamente o *establishment*: as instituições (regras e convenções) de cultura, hábito, tradição e desejo humano por estabilidade, e as organizações econômicas (empresas) que estão na posição privilegiada de comandar as combinações atuais dos meios de produção, colhendo os lucros merecidos³².

A capacidade do empreendedor de, a um só tempo, se beneficiar das instituições existentes para nutrir sua atividade e desafiar-las trazendo desequilíbrio ao mercado, é vista por Schumpeter como a qualidade de um ser sobre-humano³³. Não só isso, mas ele seria alguém que decide racionalmente sobre como implementar seu ideal de inovação, mas que ao mesmo tempo é guiado por paixão e fervor no caminho de materializar seu sonho. Essa dupla face de lógica e emoção atrairia a atenção de outros, que o seguiriam por acreditar no seu objetivo. O empreendedor seria então, ainda, um líder.

Podemos dizer que o empreendedor vê seus obstáculos de forma secundária por estar tão “fanatizado” pela ideia de crescimento³⁴. É uma liderança executiva que

³¹ Op. Cit. 2.

³² Op. Cit. 2.

³³ Op. Cit. 2.

³⁴ MINTZBERG, Henry. **Strategy-Making in Three Modes**. California Management Review, vol. 16, nº 2, 44-53, 1973. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.2307/41164491>>. Acesso em 12.05.2017.

permite a criação de uma organização adaptativa para eventuais contratemplos³⁵. Nessa liderança, que envolve centralizar para si o poder de controle da organização empreendedora (seja por decreto ou por carisma) ele incorpora a crença de que é capaz de conduzi-la de forma ousada contra a incerteza, e essa liderança encorajaria todos os demais com uma visão simples, desejável e energizante³⁶.

Essa grande motivação é tão presente nos agentes da inovação que atraiu a atenção de profissionais de saúde. Um estudo da faculdade de medicina da *John Hopkins University* observou que um grande número de empreendedores possui traços característicos de hipomania, que é um estado psicológico caracterizado por energia, otimismo e autoconfiança, mas também por ansiedade e pouca aversão ao risco³⁷. Diversos estudos também confirmam que o médio empreendedor tem, no mínimo, uma tendência ao otimismo exagerado³⁸.

Os líderes da maioria dos países vanguardistas acreditam que empreendimentos pequenos e de alto potencial de crescimento (análogo ao conceito proposto por Eric Ries que elencamos acima), são um dos motores de sucesso mais importantes da economia moderna³⁹. Suas visões são reforçadas pelo fato do capital de risco ter sido uma das principais forças para diversos setores da economia dos Estados Unidos e do exterior desde a década de 80, principalmente quando falamos de *startups* de bases tecnológicas⁴⁰.

Nessa linha, desenvolver indústrias inovadoras estratégicas é um requisito primário para um Estado sentar à mesa de um novo tipo de rodada internacional de divisões industriais, bem como uma condição essencial para o desenvolvimento

³⁵ Op. Cit. 29.

³⁶BENNIS, Warren; NAMUS, Burt. **Leaders: the Strategies of Taking Charge**. 2ª edição: Nova York: Harper Business, 1997.

³⁷GARTNER, John D. **The hypomanic edge: the Link between (a little) Craziess and (a lot of) Success in America**. Nova York: Simon & Schuster, 2005;

³⁸THE ECONOMIST. **Entrepreneurs anonymous**. Publicado em: 20.09.2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business/21618816-instead-romanticising-entrepreneurs-people-should-understand-how-hard-their-lives-can>>. Acesso em 29.05.2017.

³⁹LE MERLE, Matthew C.; LE MERLE; Louis A. **Capturing the Expected Angel Returns of Angel Investors in Groups: Less in more – Diversify** (2015). Disponível em: <<https://static1.squarespace.com/static/5481bc79e4b01c4bf3ceed80/t/564a571be4b0aed2fa5ff555/1447712539717/Fifth+Era+WP+final-b.pdf>>. Acesso em 02.04.2017.

⁴⁰JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. **The determinants of venture capital funding: evidence across countries**. Journal of Corporate Finance, v.6, p. 241-289. Amsterdã: Elsevier, 2000, p. 241-289.

econômico que está sendo perseguida por países desenvolvidos e países em desenvolvimento no Século XXI⁴¹. O centro mais emblemático de empreendedores de sucesso (que provavelmente já passou pela cabeça do leitor a essa altura), é o Vale do Silício, no estado americano da Califórnia. Realmente, as *startups* que lá nasceram desenvolveram consideravelmente o desenvolvimento tecnológico, geração de empregos e movimentação de renda.

Desde o nascimento do mercado de capitais americano, significantes aspectos socioeconômicos e institucionais dos Estados Unidos (e ausentes no Brasil) colaboraram para esse fomento, principalmente: transformações no mercado de trabalho que impulsionaram uma alta mobilidade; oferta de recursos no mercado de capitais suficientemente larga para permitir o uso de uma parcela para dedicar ao capital de risco; e um mercado público institucional de ações com alta liquidez⁴².

Conseguimos aferir empiricamente que as pequenas iniciativas (sejam *startups* ou não) são grande parte da espinha dorsal da economia. Tomando a economia dos Estados Unidos como exemplo, houve estudos sobre ela estimando que (i) em 2004, 75% do total dos postos de trabalho no mercado foram oferecidos por pequenas empresas, 90% dos empregadores são novas ou pequenas empresas e 95% da riqueza do país foi gerada por empresas fundadas desde 1980⁴³; (ii) em 2014, 24% dos empreendedores ativos esperavam criar 20 ou mais empregos ao longo dos próximos cinco anos de suas atividades⁴⁴; e (iii) em 2016, *startups* que receberam recursos de investidores

⁴¹YE, Huojie; ZHONG, Shuhua. **Business Accelerator Network: A Powerful Generator of Strategic Emerging Industries**. Ontario: Ontario International Development Agency, 2009. Disponível em: <<http://www.oidaijsd.com/Files/4-6-1.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

⁴²CHESNAIS, François; SAUVIAT, Catherine. **O financiamento da inovação no regime global de acumulação adotado pelo capital financeiro**. In: Conhecimento, Sistemas de Inovação e Desenvolvimento (H.M. Lastres, J. E. Cassiolato e A. Arroio, editores). Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto, 2005.

⁴³TIMMONS, Jeffrey A., SPINELLI, Stephen. **New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century**. 6^a Ed. Nova York: Irwin McGraw-Hill, 2004.

⁴⁴ Percentual que está quase igual ao período imediatamente anterior à Crise de 2008, que era de 26%. In.: GLOBAL ENTREPRENEURSHIP REPORT. **2014 United States Report**. Londres: 2015. Disponível em <<http://www.babson.edu/Academics/centers/blank-center/global-research/gem/Documents/GEM%20USA%202014.pdf>>. Acesso em 03.05.2017.

institucionais de capital de risco⁴⁵ naquele ano representavam aproximadamente 370 mil empregos⁴⁶.

Avaliando agora a economia brasileira, em 2014 o SEBRAE verificou que as nossas micro e pequenas empresas (i) geravam 27% do PIB, havendo saltado de R\$ 144 bilhões para 599 bilhões em dez anos; (ii) possuíam a média de 52% do total de empregos com carteira assinada; e (iii) respondiam por cerca de 40% dos salários pagos⁴⁷. A *startup* brasileira de *eCommerce* Netshoes, que cresceu ao ponto de realizar um IPO nos Estados Unidos esse ano, conta com 2.687 funcionários no Brasil, 175 na Argentina e 98 no México⁴⁸.

Voltemos, então, a essa necessidade de apoio institucional que o empreendedor precisa para ver sua idealização concretizada. Já estabelecemos que a destruição criativa é uma chave para o desenvolvimento econômico de uma nação, e que ela só pode vir de uma atividade inovadora que pode não conseguir se sustentar sem ajuda externa. É necessário suporte público e privado para a geração de novas combinações produtivas.

Já estabelecemos também que a Constituição Federal expressamente indica o desenvolvimento econômico nacional como um objetivo da República, e o tratamento favorecido para pequenas empresas como princípio a ser observado pela ordem econômica. A única consequência lógica é admitir que o Estado possui uma obrigação constitucional de oferecer suporte ao ecossistema econômico para que a atividade empreendedora leve a si mesma, e a sociedade por arrastamento, no caminho à prosperidade.

⁴⁵ Majoritariamente Fundos *Venture Capital*, Fundos *Corporate Venture* e associações de investidores-anjos, conforme detalharemos nos Capítulos xxx.

⁴⁶NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2017 Yearbook: The Go-To Resource on the Venture Ecosystem** (2017). Disponível em: <<http://nvca.org/blog/nvca-2017-yearbook-go-resource-venture-ecosystem/>>. Acesso em 15.05.2017.

⁴⁷Dados disponíveis em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/mt/noticias/micro-e-pequenas-empresas-geram-27-do-pib-do-brasil,ad0fc70646467410VgnVCM2000003c74010aRCRD>>. Acesso em 09.06.2017.

⁴⁸SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Form F-1 Registration Statement under The Securities Act Of 1933 Netshoes (Cayman) Limited** (2017). Disponível em: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1562767/000119312517083940/d278032df1.htm>>. Acesso em 04.06.2017.

O que pensar então quando descobrimos que, em *ranking* de 189 países do Banco Mundial⁴⁹, o Brasil figura em 116º lugar no quesito “*facilidade de fazer negócio*” e em 174º lugar no quesito “*facilidade para abrir um negócio*”? Qual a única conclusão possível ao nos depararmos, no mesmo estudo, com custo médio de 83 dias e 11 processos administrativos para abrir uma empresa? Ou, ainda, quando descobrimos que em *ranking* de 125 países da Universidade de Navarra⁵⁰ o Brasil ocupa o gritante 124º lugar no quesito “*incentivos fiscais e carga administrativa*”?

Concluimos (lamentavelmente) que o Estado não está cumprindo o seu dever de oferecer condições para o decolar da atividade empreendedora e da inovação. Nossos dirigentes não são apenas negligentes ao arrepio do art. 170, parágrafo único da Constituição Federal⁵¹, mas também ao arrepio do objetivo de desenvolvimento econômico nacional da República.

A pretensão do presente estudo é deflagrar conversas iniciais sobre como podemos mitigar esse quadro sufocante para o empreendedorismo e pressionar o poder público a trabalhar em seu próprio favor, oferecendo condições favoráveis para que o desejo de empreender seja tão presente no Brasil quanto é nos Estados Unidos, na Europa, em Israel, e em todos os pólos que hoje em dia estão caminhando para o desenvolvimento disruptivo.

Para esse objetivo, nós consideramos algumas perguntas preliminares: quais são as forças por trás da capitalização dessas pessoas inovadoras? Quais são as regras que regem o financiamento dos empreendedores? Como os agentes capitalizadores tentam garantir que a iniciativa seguirá o curso da prosperidade? Como o Estado pode ajudar esses investidores a intensificar a alocação dos seus recursos na inovação?

Para darmos o primeiro passo da singela pretensão de responder essas perguntas, o presente trabalho foi estruturado em base dúplice: a doutrina jurídica e a literatura

⁴⁹WORLD BANK GROUP. **Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency**. Washington: 2017. Disponível em: <http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>. Acesso em 31.05.2017.

⁵⁰IESE BUSINESS SCHOOL. University Of Navarra. **The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index**. Navarra, University Of Navarra, 2016. Disponível em: <<http://www.wall-street.ro/files/102434-82.pdf>>. Acesso em 03.04.2017.

⁵¹ Op. Cit. 12.

econômica. Essa abordagem divide semelhanças com o movimento da Análise Econômica do Direito, ou *Law and Economics*, uma iniciativa acadêmica que nasceu nos Estados Unidos (Escola de Chicago) e já se alastrou para a Europa. De acordo com um dos seus maiores expoentes, Richard A. Posner⁵², o objetivo da Análise Econômica do Direito é tentar explicar o comportamento dos agentes públicos, que criam e exercem as normas, e dos agentes privados, que são regidos pelas normas. Quando uma ação pode ser explicada, ela pode ser prevista. Quando uma ação é prevista, ela pode ser incentivada.

Conseguimos ver então que essa teoria não é parte da chamada "torre de marfim" da academia, que produz ilimitados livros e artigos que se fundamentam mais em doutrinares clássicos do que na realidade prática da vida e do mercado. A Análise Econômica do Direito usa dados concretos para contribuir com a formação das normas da sociedade, estimulando a pesquisa empírica e avaliação sobre quais incentivos uma regra do Estado (ex: desregulação de serviços de transporte aéreo ou proibição de tabelamento de preços) vai gerar no comportamento do seu povo.

Considerando que a economia vê na moralidade e na política um aspecto neutro para suas conclusões, a Análise Econômica do Direito toma essa aproximação "amoral" das normas para atrair atenção para as consequências, incentivos e implicações de políticas públicas. "*What you do with those consequences is your business*", mas é o papel desse movimento do Direito trazer todas as informações para a mesa⁵³.

Para fins do presente trabalho, o objetivo será exatamente condensar o maior número possível de informações relevantes sobre o mercado da inovação e suas fontes de captação de recursos, sem a leviana pretensão de exaurí-las, e então oferecer essas informações para aqueles que têm poder para usá-las em nome do desenvolvimento nacional: os representantes do povo.

E é daqui que nós começamos.

⁵² POSNER, Richard A. **Values and Consequences: an Introduction to Economic Analysis of Law** (1998). Disponível em: <http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values_0.pdf>. Acesso em 31.05.2017.

⁵³ Op. Cit. 52.

2. MERCADO FINANCEIRO: A BUSCA DAS *STARTUPS* POR CAPITAL

Primeiramente, vale estabelecer um território comum quanto à definição da (flúida) expressão “mercado”. De acordo com Paula Forgioni⁵⁴, ele pode ser o lugar referido para apontar onde uma dona-de-casa faz suas compras semanais ou onde feirantes se encontram para compra e venda rotineira; também pode ser a descrição da forma de alocação de recursos eleita por determinada sociedade, ou até mesmo uma entidade personalizada: o mercado então teria vontades, teria desejos, teria diferentes humores. Ele poderia comemorar uma declaração presidencial, mas também poderia encolher frente ao avanço de um partido socialista.

A autora considera ainda o mercado como fenômeno poliédrico: um cubo que possui diferentes faces: (i) econômica; (ii) política; (iii) social; e (iv) jurídica, que são independentes entre si, mas cuja percepção conjunta é vital para o entendimento do que é o mercado⁵⁵.

Já no conceito de Otávio Yazbek⁵⁶, o uso da palavra “mercado” pode destacar aspectos físicos ou materiais (localização geográfica de um centro negocial), setoriais (segmento específico de um ramo de produtos ou serviços), ideológicos (espaço de atuação das liberdades individuais, sendo contraposto com economias planejadas), institucionais (conjunto ordenado de instituições⁵⁷ segmentadas para cumprimento de objetivos de líderes públicos ou privados), entre outros.

Para os fins do presente trabalho, e para os fins do próprio mercado financeiro, o conceito de mercado deve ser entendido como de um *locus* abstrato de interseção entre as ordens de compra e venda dos bens e serviços (ou, genericamente, produtos). Nesse centro de comércio concorrencial acontecerá o mecanismo de equilíbrio dos preços pela oferta e demanda, com a ajuda indispensável da regulação externa (leis exógenas) e da

⁵⁴ FORGIONI, Paula Andrea. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro**: Da mercancia ao mercado. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 187-189.

⁵⁵ Op. Cit. 54, p. 180.

⁵⁶ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 59-62.

⁵⁷ Adota-se aqui o conceito de “instituição” conforme Douglass North (1950), segundo o qual as instituições são as regras do jogo econômico ou político, criadas para delimitar a atuação dos agentes que jogam nele. Trata-se de uma forma abstrata de regulação da atividade mercantil, já que estabelece fronteiras claras para o desenvolvimento entendido como saudável da economia privada e das políticas públicas.

autorregulação (leis endógenas, que são usos e costumes dos próprios agentes econômicos).

Fundamental aqui o caráter jurídico da regulação mercantil. De nada adiantaria o equilíbrio perfeito de preços sugerido pela doutrina econômica se não houvesse mecanismos efetivos garantidores da alocação ótima de recursos. Paula Forgioni afirma que dois institutos especialmente são indispensáveis para essa regulação: o contrato e a propriedade, que são figuras jurídicas cuja ausência inviabilizaria o trânsito de bens e serviços, e, por consequência, as relações econômicas⁵⁸.

Nessa linha, a autora entende que o mercado é ordem (jurídica) permeada por (i) normalidade, já que as regras delimitam os comportamentos dos agentes econômicos; (ii) uniformidade, já que as regras são uníssonas para todos, de forma que o risco é determinado pelo sucesso e insucesso de um empreendimento, e não pela norma aplicável; e (iii) regularidade, pois o ato mercantil é reconduzido a um tipo normativo, perdendo assim o caráter de fortuito, arbitrário e imprevisível⁵⁹.

Sendo assim, concluímos que a face jurídica do mercado empreende melhores esforços para assegurar que o mercado se torne um ecossistema saudável para a transação de bens e serviços. Habitualmente, remetemos tais expressões a veículos, imóveis, construções, assessoria contábil, entre outras mercadorias mais palpáveis, mas um dos produtos mais comercializados no mercado é o próprio instrumento de troca: a moeda.

A moeda foi uma inovação financeira primordial para o nascimento do mercado desenvolvido como ele é hoje: um grande exemplo de inovação impulsionando desenvolvimento, diria Schumpeter. O romancista russo Fiódor Dostoiévski via a moeda como a liberdade cunhada pelo Estado, e o filósofo economista John Maynard Keynes a considerou uma “*ponte entre o passado, o presente e o futuro*”⁶⁰. Yazbek viu a moeda

⁵⁸ Op. Cit. 54, p. 228-229.

⁵⁹ Op. Cit. 54, p. 229-230.

⁶⁰ Op. Cit. 3.

como uma das primeiras inovações financeiras que possibilitou o mercado a ser como é hoje⁶¹.

Podemos segregar as utilidades da moeda em três funções básicas: (i) meio de pagamento: pode ser dada em troca de bens e serviços mercantis; (ii) unidade de valor: quantifica qualquer produto oferecido no mercado; e (iii) reserva de valor: torna-se um repositório de poder de compra sobre o tempo⁶², conservando uma utilidade que transcende o presente, alinhada com a definição de Keynes.

Via de regra, conforme essas funções, a moeda possibilita a compra e venda de bens da vida entre agentes da sociedade. Esse foi o ideal que impulsionou a sua criação e tirou a sociedade da rotina dos escambos. No entanto, há um mercado especial em que a moeda é ofertada e comprada como um fim em si mesmo, e não apenas representativa de um bem ou serviço. Esse mercado é composto pelas instituições financeiras.

Antes de definirmos esse mercado, vale a colocação da crítica desferida por Nelson Eizirik: as definições de instituição financeira trazidas no art. 17 da Lei 4.595/64⁶³ e no art. 1º da Lei 7.492/86⁶⁴ são excessivamente genéricas e descoladas da realidade por trazerem requisitos alternativos à caracterização de uma entidade como integrante do Sistema Financeira Nacional⁶⁵.

⁶¹ Op. Cit. 56, p. 70-71.

⁶² Op. Cit. 56, p. 71.

⁶³ Art. 17: Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

⁶⁴ Art. 1º: Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira:

I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros;

II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.

⁶⁵ EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

No limite, de acordo com o pensamento do autor, seriam instituições financeiras a pessoa física que empresta dinheiro a outra mediante pagamento de juros, o administrador de carteira de terceiros, o agente autônomo credenciado perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), o estudante universitário que passa vinte minutos por dia no seu *Home Broker* comprando e vendendo algumas ações, entre outros exemplos absurdos.

Sendo assim, conforme Eizirik, de forma a não tornar letra morta a legislação, a doutrina majoritária e jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CSRFN”) entendem que, para caracterizar uma instituição financeira, essas atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos, bem como custódia de valor de propriedade de terceiros, devem ser (i) exercidas de forma cumulativa e simultânea; (ii) exercidas em caráter habitual e recorrente, a despeito do permissivo legal; e (iii) oferecidas indiscriminadamente ao público em geral na forma de prestação de serviço.

Estando determinados (razoavelmente) os conceitos de moeda, mercado e instituição financeira, conseguimos avaliar o sistema clássico de compra e venda de capital que é conhecido como mercado financeiro: um grande conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre os agentes econômicos⁶⁶, em que os principais agentes são as entidades que integram o Sistema Financeiro Nacional.

De acordo com o art. 1º da Lei 4.595/64, essas instituições são: Conselho Monetário Nacional (“CMN”), Banco Central do Brasil (“Banco Central”), Banco do Brasil, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”) e demais instituições financeiras públicas e privadas.

O mercado financeiro brasileiro é cindido em quatro espécies, ou subsistemas: mercado de crédito, mercado de capitais, mercado monetário e mercado de câmbio⁶⁷.

⁶⁶ Op. Cit. 65.

⁶⁷ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. 1ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 60-61.

Para fins do presente estudo e tendo em visto o nosso foco em atividades inovadoras, avaliaremos tão somente os dois primeiros mercados⁶⁸.

2.1. O mercado de crédito é viável para *startups*?

As instituições financeiras compõem o clássico sistema de crédito, onde agentes econômicos repassam recursos entre si por meio de contratos tipicamente bancários. Esse ramo do mercado financeiro é chamado de mercado de crédito, ou de mercado financeiro em sentido estrito por Eduardo Cherez Pavia⁶⁹. Ao longo do tempo vêm surgindo opções alternativas ao crédito bancário, ainda não é possível negar que bancos são o “grosso” do financiamento empresarial brasileiro. Mas como essa intermediação funciona na prática?

Em síntese, a instituição financeira vai a mercado para captar recursos dos agentes que possuem capital disponível (superavitários) a partir de operações passivas em nome próprio. Nessas operações, os agentes concedem seus recursos para o banco apenas para fins de depósito (ex: conta corrente, conta poupança), ou para fins de investimento (comprando ativos financeiros do banco que oferecem uma remuneração). A instituição financeira então canaliza esses valores para os agentes que precisam de recursos (deficitários) oferecendo operações ativas na forma de concessão de crédito. Nas palavras de Arnaldo Wald⁷⁰, os bancos garantem que seus clientes disponham hoje de recursos que eles só teriam amanhã.

Considerando essa natureza, Wald⁷¹ também ensina que a relação de intermediação financeira é trilateral, sendo três atores principais: o investidor ou depositante, o banco e o mutuário. Ainda, já que poupador e tomador não se relacionam

⁶⁸ O mercado monetário, também chamado de “*open market*”, é usado pelas autoridades monetárias como os bancos centrais para regular a economia mediante operações de curto ou curtíssimo prazo, como a compra e venda de dólar. In: EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Já o mercado de câmbio é onde são transacionadas operações com moeda estrangeira a curto prazo, naturalmente com viés internacional para estimular a entrada e saída de recursos no país. In: PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. 1ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 60.

⁶⁹ Op. Cit. 67, p. 60.

⁷⁰ Op. Cit. 3.

⁷¹ Op. Cit. 3.

diretamente, Roberto Quiroga Mosqueira chama o mercado de crédito de “mercado da intermediação financeira por excelência”⁷².

Naturalmente, a intermediação de recursos traz remuneração das instituições financeiras. Essa remuneração é calculada pela diferença entre o custo de captação das operações passivas e o lucro auferido nas operações ativas. O resultado é denominado *spread* bancário: a montante final dos juros cobrados menos custos operacionais bancários de captação. Esse é o custo do capital de terceiros, mas notemos que tampouco é gratuito o capital próprio do agente que precisa de recursos para desempenhar sua atividade: ele paga o custo de oportunidade, que é a remuneração que ele deixará de auferir com o capital por estar alocando-o na atividade em questão.

Ainda de acordo com Wald⁷³, os bancos brasileiros passaram por uma revolução entre meados do século XX e os dias atuais, considerando que houve uma verdadeira “democratização, quiçá a proletarização, do crédito”. A expansão das oportunidades de financiamento para segmentos sociais que não contavam com esse acesso antes demarcou um número de relações jurídicas bancárias exponencialmente maior. Por exemplo, vimos introduzidos os institutos da alienação fiduciária, *leasing*, certificados de depósito interbancário (“CDB”), letras financeiras e diversos outros títulos de crédito.

No entanto, ainda que contemos com a existência dessa “democratização”, observamos que no Brasil e no exterior o acesso ao crédito por pequenas empresas ainda é restrito, e que instituições financeiras não são alternativas plenamente viáveis para financiamento de *startups*. As razões dessa impossibilidade são majoritariamente financeiras e regulatórias:

a) Restrições financeiras

A máquina bancária irá girar tão bem quanto o banqueiro puder confiar na capacidade do empresário de adimplir seus pagamentos mensais (“PMTs”). Essa

⁷² MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais**. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coordenador). Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 259.

⁷³ Op. Cit. 3.

confiabilidade depende, entre outros fatores, da transparência com que o banqueiro pode enxergar a situação financeira dos tomadores de crédito. Entendamos, então, uma das razões que levam as instituições financeiras a encarecer empréstimos para pequenas empresas, especialmente em países em desenvolvimento: assimetria de informação, uma falha de mercado mencionada pela primeira vez por George A. Akerlof e que hoje é usado universalmente na literatura econômica⁷⁴.

Conceitualmente, há muitos mercados cujas estatísticas são usadas pelos compradores para determinar quais produtos consumir. Nessas estatísticas, um grande fator é a probabilidade de um produto consumido ter uma qualidade inferior à que o seu vendedor declarou. Em outras palavras, se o mercado de certo produto tem muitos vendedores mentirosos, e não for possível verificar todos os defeitos do produto na hora da compra, compradores podem escolher não comprar nesse mercado.

Para ilustrar esse conceito, Akerlof descreve um exemplo que se tornou famoso na literatura, que é o mercado de carros usados. Nesse mercado temos carros funcionais e temos carros ruins, esses últimos chamados vulgarmente de “limões”. O consumidor nesse mercado compra um carro usado sem saber se ele será bom ou se será um “limão”. Torna-se então uma questão de probabilidade: esse consumidor comprará o carro usado se as chances de o produto não conter sérios defeitos ocultos forem satisfatórias⁷⁵.

Esse fenômeno acontece porque o vendedor do produto tem mais informações sobre o produto do que o comprador, inclusive se ele está ou não vendendo um “limão”. Nós chamamos esse desnível de dados entre dois agentes econômicos que estão em uma relação econômica de assimetria de informação.

Continuemos o exemplo do mercado de carros usados. O custo de um carro bom e de um “limão” será semelhante, já que é impossível para o comprador diferenciar um do outro. Considerando que os carros bons têm um valor maior do que os “limões”, os vendedores dos carros bons tentarão vender a um preço maior do que o preço cobrado

⁷⁴ AKERLOF, George A. **The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.** Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Cambridge: agosto de 1970, pp. 488-500.

⁷⁵ Op. Cit. 74.

por vendedores “limões”. Como consequência, o preço vai se estabilizar em um meio-termo entre o que esses dois estão dispostos a receber, criando prejuízo para o vendedor do produto de boa qualidade.

Esse fenômeno cria um incentivo para que esses vendedores de bons carros se afastem do mercado, já que são os preços são forçados para baixo pelos vendedores de “limões”. O mercado de carros usados verá uma redução gradativa na qualidade dos seus produtos até, levando essa tese ao limite, se tornar um mercado de limões. Naturalmente, isso esvaziará a vontade dos agentes econômicos de consumirem nele (afinal os produtos serão de má qualidade), levando enfim à extinção desse mercado, graças à assimetria de informação.

Compreendemos em Akerlof que, em qualquer mercado, a assimetria de informação incentiva a criação de uma estrutura para determinar os custos econômicos da desonestidade. Relembrando do conceito de mercado adotado ao início desse capítulo, de *locus* abstrato onde se cruzem ordens compra e venda de produtos, não vemos razão para excluir o risco da assimetria de informação do mercado financeiro. Essa assimetria característica da relação entre agentes financiadores e agentes financiados, inclusive, é especificamente conceituada na literatura econômica como “*financing gap*”.

De acordo com Hall & Lerner⁷⁶, *financing gap* é assimetria informacional existente pelo fato da tomadora naturalmente possuir mais informações sobre sua situação financeira do que o agente que pode conceder financiamento⁷⁷. Em McCahery & Vermeulen, percebemos que esse *gap* é mais presente na relação entre instituições financeiras e pequenas empresas do que entre instituições financeiras e grandes companhias⁷⁸. Explicando esse entendimento em outras palavras, quanto menor o porte da tomadora de recursos, maior a assimetria de informações.

⁷⁶ HALL, Bronwyn H.; LERNER; Josh. **The Financing of R&D and Innovation**. In: HALL, B. H; Rosenberg N. *Elsevier Handbook of the Economics of Innovation*, B. H. Hall and N. Rosenberg (coordenadores). Amsterdã: North Rolland, 2010, p. 609-639.

⁷⁷ O conceito originário do estudo de Hall & Lerner se refere à assimetria de informação entre empreendedores e investidores, mas considerando que nos dois casos a natureza da operação envolve o financiamento de atividades, entendemos que é seguro aplicar o mesmo raciocínio de *financing gap*.

⁷⁸ MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik P.M. **Venture Capital 2.0**: from Venturing to Partnering. Tilburg: Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series no. 11/2016. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2773622>>. Acesso em 11.06.2017.

Naturalmente, ainda segundo os autores, instituições financeiras levam essa assimetria em consideração quando determinam os juros que cobrarão das pequenas empresas, precificando o risco de a empresa ser um “limão” e aumentando o valor cobrado. O risco é magnificado pelo fato de pequenas empresas, em comparação com companhias maiores, serem especialmente sensíveis a choques macroeconômicos adversos e mudanças regulatórias, o que, de acordo com McCahery & Vermeulen, tem relação direta a pouca experiência, baixa produtividade, grande dependência do mercado local e altas taxas de falências.

Para mitigar o risco de concessão de crédito a pequenas empresas, a instituição financeira pode exigir garantias, sejam elas reais (ex: imóveis, valores mobiliários e direitos creditórios) ou fidejussórias (aval e fiança). A concessão de crédito sem garantia é mais presente para empresas “maiores”, com posição de mercado que confere segurança ao banco de que aqueles PMT’s serão adimplidos. Por outro lado, é uma restrição que dificulta financiamento bancário para as *startups*.

b) Restrições regulatórias

O mercado de crédito nacional e internacional é sujeito a diversas regulações. Para entender suas motivações, precisamos dar um passo para trás em direção a tempos financeiros mais sombrios.

A Crise de 2008 foi uma grande recessão mundial causada pela negligência (intencional ou não) de alguns agentes do mercado financeiro. Desde a emissão irresponsável de derivativos lastreados em créditos hipotecários concedidos a devedores duvidosos (chamados de “*subprimes*”), a falta de atuação positiva dos agentes reguladores do sistema financeiro, a vista grossa das agências internacionais de *rating*, e a consequente quebra de algumas instituições (exemplo emblemático do Banco de Investimento Lehman Brothers), os bancos ao redor do mundo vêm encarando grandes iniciativas regulatórias pelos seus Estados.

Nos Estados Unidos, quando a Crise de 1929 explodiu, a administração de Franklin Roosevelt estabeleceu as bases regulatórias do sistema financeiro americano

(onde antes, quase nada havia) com o advento do *1933 Securities Act*, *1934 Securities Exchange Act* e *1940 Investment Company Act*. Já na Crise de 2008, a reformulação do governo americano veio com o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“*Dodd-Frank Act*”), assinado em julho de 2010 pelo ex-presidente Barack Obama⁷⁹. Seu objetivo foi reestruturar a regulação do sistema financeiro americano, restaurar a confiança do público em período pós-crise e implementar medidas preventivas contra futuras depressões.

De acordo com Meirelles⁸⁰, as medidas mais impactantes do *Dodd-Frank Act* foram: (i) criação do *Financial Stability Oversight Council* (“FSOC”), supervisor e eventual interventor de instituições financeiras americanas; (ii) implementação das restrições do Acordo de Basileia III, que determina o mínimo de capital provisionado por bancos para situações de *stress*; (iii) vinculação de operações com derivativos a contrapartes centrais (vulgarmente falando: compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores); (iv) maior fiscalização das agências de *rating*; (v) limitação do direito de bancos operarem com ativos em carteira proprietária (*Volcker’s Rule*); e (vi) supervisão mais rígida para bancos que ultrapassem US\$ 50 bilhões em ativos, em razão dos conceitos de *bail-out* e *too big to fail*⁸¹.

Com base nas últimas grandes recessões, poderíamos defender que existem ciclos sequenciais de (1) alta regulação, vista como conservadorismo decorrente de alguma crise passada; (2) pouca regulação, em razão de um bom cenário atual e pressão dos agentes do mercado; (3) prosperidade, graças à aceleração econômica permitida pela

⁷⁹ Atualmente, o Congresso americano está avaliando o *Financial CHOICE Act* que, se implementado, afastará diversos marcos regulatórios do *Dodd-Frank Act*. O presidente Trump e demais apoiadores da reforma entendem que a recuperação dos Estados Unidos após a Crise de 2008 foi retardada por uma excessiva regulação das atividades bancárias, reduzindo o acesso ao crédito, encarecendo seus custos de administração e impedindo aceleração da economia. Algumas medidas do *Financial CHOICE Act* incluem redução do capital regulatório que bancos precisam provisionar, flexibilização das restrições contra fusões e aquisições envolvendo instituições financeiras que alcançam certo patamar em ativos no balanço e enfraquecimento do FSOC. Até a data do presente trabalho, não havia sido exarado uma decisão definitiva do Congresso americano. In: FINANCIAL SERVICES HOUSE. **The Financial CHOICE Act, Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs, Executive Summary**. Disponível em <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financial_choice_act_executive_summary.pdf>. Acesso em 25.05.2017.

⁸⁰ MEIRELLES, Antonio Chagas. **A reforma bancária internacional e a estrutura do sistema bancário brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 14, 51, janeiro-março. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

⁸¹ Perigo de um grande banco quebrar, e, para evitar efeito sistêmico contra todo o sistema financeiro, forçar o Estado a socorrê-lo com recursos públicos.

desregulação; (4) alta especulação, pelo incentivo à maximização de lucros e baixa regulação; (5) recessão, decorrente da alta alavancagem e o desastre sistêmico das primeiras quebras; (6) pobreza, pelo abalo do sistema financeiro que reduz a oferta de empregos e crédito; e (7) alta regulação, para mitigar os efeitos da recessão. Esses ciclos se perpetuam através do tempo (denotando um fluxo circular conforme definido por Schumpeter⁸²).

O liberalismo clássico desafia a necessidade de regulação por acreditar em um mercado completamente livre, o que nos leva novamente ao conceito de “mercado” como um sujeito personalizado com capacidade de autopreservação e autorregeneração. Wald⁸³ e Forgioni⁸⁴ sustentam que esse ponto já é ultrapassado nas discussões acadêmicas e políticas, sendo impossível conceber a ideia de um mercado que flua livremente em alocação ótima de recursos, em razão do poder de monopólio e captura exercido pelos seus agentes econômicos dominantes. A discussão estaria centralizada, assim, na intensidade com que essa regulação deve acontecer.

De acordo com Wald⁸⁵, uma atuação governamental adequada para determinar os níveis necessários de regulação bancária é aquela que rejeita tanto o autoritarismo estatal quanto o liberalismo clássico, envolvendo tanto os agentes públicos quanto agentes privados na discussão para chegar a um nível ótimo de intervenção.

Ainda segundo o autor, o Banco Central do Brasil é referência mundial de uma autarquia que conseguiu atingir esse propósito. Um de seus diferenciais seria um sistema ágil e sempre vigilante de intervenção e liquidação de instituições financeiras que estão no (ou beiram ao) abismo. Constatado algum grave desequilíbrio de situação econômico-financeira, o Banco Central decretará um regime de intervenção para tomar o controle temporário da instituição e mitigar os danos que podem ser causados ao mercado, ou, dependendo da gravidade, a autarquia poderá decretar a liquidação extrajudicial dos ativos da instituição, nos termos da Lei nº 6.024/74.

⁸² Op. Cit. 2.

⁸³ Op. Cit. 3.

⁸⁴ Op. Cit. 54.

⁸⁵ Op. Cit. 3.

O Banco Central traz diversas normas que deverão ser seguidas pelas instituições financeiras brasileiras no exercício regular das suas atividades. Para os fins do presente trabalho, interessa especialmente a obrigação de provisionamento de capital mínimo exigido para cumprimento dos limites da Basileia II.

De acordo com Yanaka & Holland⁸⁶, o capital mínimo exigido (“CME”) é a provisão mínima de recursos que bancos devem manter de acordo com o risco aos quais estão expostos em suas operações. Os métodos de avaliação das instituições financeiras para aferir esse capital são extremamente específicos e fogem ao escopo desse trabalho, mas conseguimos vislumbrar os objetivos gerais do Banco Central com alguns diplomas.

De acordo com o inciso IX da Resolução CMN nº 1.559, que traz um rol de boas práticas bancárias, as instituições financeiras são proibidas de realizar operações que não atendam aos princípios de seletividade, garantia, liquidez e diversificação de riscos e de conceder crédito ou adiantamento sem a constituição de um título adequado, representativo da dívida. A Circular nº 3.809 do Banco Central traz detalhadamente os métodos que instituições financeiras deverão aplicar para calcular quanto capital deverão provisionar a cada operação que celebram com terceiros, e a maioria gira em torno de garantias tomadas no âmbito das operações de crédito.

Considerando tais limitações quanto ao capital regulatório para evitar risco sistêmico, o interesse de bancos brasileiros em conceder crédito a pequenas iniciativas é ainda mais prejudicado. Conseguimos enxergar tal efeito no mercado dos Estados Unidos: apesar dos níveis de empréstimos bancários para grandes companhias estarem razoavelmente recuperados da crise, a disposição de bancos para pequenos negócios ainda não voltou para níveis anteriores ao *Dodd-Frank Act*⁸⁷.

Por fim, considerando todos esses impedimentos financeiros e regulatórios, concluímos que, na falta de garantias reais ou fidejussórias que possam mitigar a

⁸⁶ YANAKA, Guilherme M.; HOLLAND, Marcio. **Basileia II e exigência de capital para risco de crédito dos bancos no Brasil**. Disponível em: <http://basileiabrasil.com/wp-content/uploads/2014/08/Basileia_II_artigo_Holland_Yanaka.pdf>. Acesso em 26.05.2017.

⁸⁷ LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Rise of the Angel Investor: A Challenge to Public Policy** (2016). Disponível em: <<http://www.thirdway.org/report/rise-of-the-angel-investor-a-challenge-to-public-policy>>. Acesso em 01.06.2017.

exposição ao risco, falta essa da qual sofre a maioria das *startups*, o mercado de crédito dificilmente será viável para pequenas atividades econômicas.

No entanto, empreendedores ainda precisam buscar meios para se capitalizarem. Uma fonte de captação de recursos consagrada como uma alternativa para agentes que não podem ou não desejam o financiamento bancário, por diversas razões, é o mercado de capitais, segundo ramo do mercado financeiro já comentado acima. Vejamos então se seus instrumentos podem atender às *startups* e suas necessidades.

2.2. O mercado de capitais é viável para startups?

Otávio Yazbek ensina que o mercado de capitais surgiu para oferecer às companhias a chance de desenvolver atividades que demandam volumes vultosos de capital, os quais dificilmente poderiam ser absorvidos pelos sócios. Sem rejeitar a importância da função de canalizar recursos de superavitários para deficitários, o autor também entende que o mercado de capitais é fundamental para compartilhar os riscos da atividade empresária com terceiros, reduzindo o ônus do sócio da empresa e estimulando a atividade econômica⁸⁸.

Esse mercado oferece a função de ser alternativa ao mercado de crédito. Por mais que a intermediação financeira clássica cumpra o seu objetivo de canalização de recursos, diversos obstáculos permanecem, majoritariamente a concentração dos grandes bancos: em junho de 2016, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica aprovou com restrições a aquisição do Banco HSBC pelo Banco Bradesco⁸⁹.

No voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende no ato de concentração, foi apontado que 77,49% do mercado de depósitos em 2014 pertenciam ao Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú, Bradesco e Santander, com projeções que apontavam a um aumento superior a 85% em período pós-aquisição.

⁸⁸ Op. Cit. 56, p. 87-89.

⁸⁹ CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41. Disponível no mecanismo de busca do *site*: <<http://sei.cade.gov.br>>. Acesso em 12.06.2017.

Considerando esses obstáculos, Eizirik⁹⁰ ensina que a função primordial do mercado de capitais é oferecer uma alternativa às empresas: ao invés de tomarem crédito e tornarem-se devedoras do agente superavitário via intermediação, elas podem ir ao mercado de capitais para captar recursos diretamente do público. Já que a intermediação clássica dos bancos não existe, Eizirik⁹¹ e Yazbek⁹² dizem que o mercado de capitais é conhecido como mercado da desintermediação.

Os instrumentos emitidos pelas empresas no mercado de capitais para captar recursos do público são chamados de valores mobiliários. De acordo com Ary Oswaldo Mattos Filho⁹³, tais instrumentos são investimentos no âmbito associativo; de empréstimo; ou a título de especulação, oferecidos diretamente ao público e sobre os quais os investidores não têm controle direto, e cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para materialização da relação obrigacional.

Com esse conceito em mente, Eizirik ensina que emissões de valores mobiliários no mercado de capitais também servem para: (i) aglutinar pequenos montantes de capital compostos por diversos poupadores em grandes e consolidados montantes com mais segurança e liquidez; (ii) agilizar a transferência de recursos, dando aos valores mobiliários a característica de unidades monetárias aptas à circulação em massa, assim como a própria moeda; e (iii) reduzir a assimetria de informação entre superavitários e deficitários, servindo como pólo de dados econômico-financeiros e medindo oferta e demanda dos valores mobiliários⁹⁴.

Os valores mobiliários são negociados publicamente no mercado de capitais e são majoritariamente emitidos por sociedades anônimas (companhias), na forma da Lei nº 6.404/1976. De acordo com seu art. 1º, tais emissoras são pessoas jurídicas de direito privado cujo capital é dividido em ações que delimitam a responsabilidade dos seus sócios (acionistas).

⁹⁰ Op. Cit. 65.

⁹¹ Ibidem.

⁹² Op. Cit. 56.

⁹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Conceito de valor mobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 24, nº 59, São Paulo: Revista dos Tribunais, julho de 1985, p. 49.

⁹⁴ Op. Cit. 65.

Para ser autorizada a emitir valores mobiliários, a companhia precisa cumprir as normas da CVM (autarquia responsável pela sua regulação), visando à tutela do público investidor mediante um regime estrito de abertura das informações necessárias para garantir que ele tome uma decisão consciente e racional sobre adquirir o ativo⁹⁵.

Cabe aqui uma ressalva: o órgão regulador brasileiro não se propõe a substituir o investidor na avaliação da conveniência e oportunidade de fazer um investimento. A CVM empreende melhores esforços para que o público tenha todas as informações econômico-financeiras relevantes sobre a emissora de valores mobiliários para que então o investidor possa tomar uma decisão informada sobre adquirí-los ou não.

Nesse modelo, que chamamos de registro com revisão limitada, a CVM não deve ser responsabilizada por prejuízos do investidor decorrentes de fracasso na atividade da emissora, desde que não tenha havido omissão de informações relevantes por parte da emissora (infração regulatória) que poderiam ter mitigado esse prejuízo. Na generalidade dos países ocidentais esse mesmo modelo de revisão limitada é seguido, mas algumas exceções são observadas em trechos das legislações da Inglaterra, Alemanha e França⁹⁶.

A oferta de valores mobiliários pode ser de modalidade pública ou privada. Oferta pública é uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos sem alvo específico, e que demanda relevantes recursos (capital e tempo) da companhia para efetivação do registro de distribuição necessário perante a CVM. A Lei nº 6.385/1976 traz no seu art. 19 uma lista exemplificativa de elementos que caracterizam uma oferta pública⁹⁷, e que então atrairiam esse ônus regulatório.

⁹⁵ Op. Cit. 65.

⁹⁶ Mota, Fernando de Andrade. **Registro de Distribuição Pública de Valores Mobiliários: Extensão da Revisão pelo Regulador**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 69, ano 18, p. 149-167. São Paulo: Revista dos Tribunais, julho a setembro de 2015.

⁹⁷ Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...)

§ 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Contestando a real necessidade desse ônus em certos casos, Eizirik entende que o fator decisivo para a avaliação é a situação do grupo de investidores alvo da oferta: se eles são ou não sofisticados⁹⁸ o suficiente para não precisar da proteção estatal⁹⁹ (critério adotado pela regulação norteamericana). Caso o sejam, é justificável uma flexibilização das regras de registro para fomentar a capitalização das companhias emissoras.

Adotando esse entendimento, a CVM instituiu a oferta pública de esforços restritos (oferta restrita) por meio da Instrução CVM 476 (“ICVM 476”), uma nova modalidade destinada exclusivamente a investidores qualificados¹⁰⁰ e investidores profissionais. Ofertas restritas são automaticamente dispensadas de registro (art. 6º da ICVM 476), só podem ser apresentadas a setenta e cinco investidores e efetivamente distribuídas a cinquenta deles, sem uso de meios de comunicação em massa. Em que pese a dispensa do registro, a emissora ainda precisa cumprir rígidas obrigações para ser elegível a ofertar valores mobiliários sob o regime da ICVM 476¹⁰¹.

Tanto na oferta pública quanto restrita de valores mobiliários, as instituições financeiras não são afastadas completamente. Ainda que não haja um contrato tipicamente bancário para empréstimo de recursos, a emissão deve ser obrigatoriamente formalizada mediante contrato entre a ofertante e instituição financeira autorizada pelo Banco Central a coordenar ofertas. Por essa razão, estamos diante de intermediação

⁹⁸ O conceito de sofisticação é amplo, mas podemos considerar o raciocínio de Eizirik, segundo o qual investidores que possuem acesso prévio às informações que o registro perante a CVM objetiva garantir, ou então investidores que tenham um “poder de barganha” frente à companhia econômico” frente à companhia emissora.

⁹⁹ Op. Cit. 65.

¹⁰⁰ Art. 9º-B: São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

¹⁰¹ Rapidamente as ofertas pelo regime da ICVM 476 superaram o volume das ofertas públicas da ICVM 400.

financeira por aproximação¹⁰². Essa atividade é chamada de *underwriting*, prevista no art. 15, I¹⁰³ c/c art. 19, §4^o¹⁰⁴ da Lei 6.385/1976.

Salvo algumas exceções, a emissão de ativos sem a prestação do serviço por instituição financeira é infração grave nos termos do art. 59 da Instrução CVM nº 400¹⁰⁵, sujeitando o emissor às penalidades elencadas no art. 11, §3º da Lei nº 6.385/1976¹⁰⁶ e anulando a emissão com efeito *ex tunc* (retroativo).

Tradicionalmente, quando pensamos no mercado de capitais, já nos remetemos diretamente a ações. Elas são, no entanto, apenas uma espécie entre diversos outros valores mobiliários. Empresas participantes do mercado de capitais podem ofertar títulos de participação ou títulos de endividamento. Para entendermos as diferentes implicações dessa escolha, precisamos definir os conceitos de “risco de crédito” e de “risco de sócio”, conforme diferenciados por Yazbek¹⁰⁷.

¹⁰² ALBUQUERQUE, Bruno Caraciolo Ferreira. **Responsabilidade Civil das Instituições Financeiras nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 15, 57, julho-setembro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

¹⁰³ Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

¹⁰⁴ Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira.

¹⁰⁵ Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição;

III - efetivada sem intermediação de Instituições Intermediárias, exceto nos casos permitidos em lei ou por dispensa da CVM;

¹⁰⁶ Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

¹⁰⁷ Op. Cit. 56, p. 94-95.

Risco de crédito é aquele tomado pelo credor de um empréstimo tradicional, diretamente relacionado à capacidade do devedor de honrar com o seu compromisso financeiro e sua solvabilidade em eventual execução civil. Já o risco de sócio aquele tomado por um proprietário de título ou valor mobiliário que confere direito de receber valores de uma empresa, direito esse que é diretamente atrelado ao sucesso da atividade empresarial. A dicotomia entre esses dois tipos de risco é extremamente relevante para o presente trabalho e passaremos por ela em diversas ocasiões.

O grande diferencial entre tais riscos é que quem assume o risco de crédito não participa do risco da atividade do devedor, e, portanto, terá seu crédito exigível independentemente do seu sucesso. Já quem assume o risco do negócio¹⁰⁸ terá direito a remuneração do capital que investiu se a sociedade auferir lucro na consecução do seu objeto social. Se houver prejuízo, ele não receberá o retorno desejado. No limite, se a empresa enfrentar liquidação ou falência, os sócios serão os últimos na fila para receberem seus créditos subordinados.

Segundo Lamy Filho & Bulhões, o valor mobiliário majoritariamente usado para o compartilhamento do risco do negócio (e dos direitos de sócios, como direito a voto e a dividendos) é a divisão do capital social em partes iguais e negociáveis¹⁰⁹, parcelas essas que conhecemos como “ações”: valores mobiliários¹¹⁰ dentro da definição acima comentada e nos termos do art. 2º, I da Lei nº 6.385/1976.

Conforme Valdir Lameira¹¹¹, a companhia poderá fazer uma oferta privada de ações para os seus acionistas atuais, ou então fazer uma oferta pública ao mercado,

¹⁰⁸ Maior exemplo é o sócio da empresa, mas em teoria pode haver uma operação de crédito com cláusula vinculando a obrigação de retorno do valor emprestado ao sucesso do empreendimento.

¹⁰⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, **Título I: Conceito, Objeto Social e Classes**. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coordenadores). Direito das Companhias. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Gen/Forense, 2017.

¹¹⁰ De acordo com Yazbek, há discussão doutrinária sobre a natureza jurídica das ações: alguns entendem que ela assume as características tradicionais de um título de crédito, especialmente sua negociabilidade. No entanto, considerando a proibição, pela Lei nº 8.021/1990, de ações ao portador, o fato de ações terem função típica de investimento e poder de controle, a inaplicabilidade total do regime formalista dos títulos de crédito às ações, e, por fim, a desmaterialização das ações escriturais, o autor entende que é preferível conceituar ações como valores mobiliários, e não como títulos de crédito. In: YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 91-93.

¹¹¹ LAMEIRA, Valdir de J. **A Estrutura de Capital das Sociedades Anônimas**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

tornando-se uma companhia aberta (o conceito de oferta pública inicial será melhor comentado no Capítulo xxx).

Já os valores mobiliários de dívida assumem as qualidades de uma relação creditícia, semelhantes em diversos pontos a uma operação de crédito bancário, especialmente quanto à assunção do risco de crédito. Os títulos tradicionais de dívida são as debêntures, notas promissórias e certificados de recebíveis securitizados, podendo existir outros em razão do dinamismo do mercado. De acordo com Yazbek, empresas que emitem títulos de dívida via de regra buscam atender a necessidade de financiamento a médio e longo prazo, ao passo que operações de crédito são tradicionalmente a prazos mais curtos¹¹².

Do ponto de vista do agente superavitário, tanto a posição de sócio quanto a de credor tem seus pontos positivos e negativos. Quando um banco concede crédito a uma empresa, ou quando um investidor compra um valor mobiliário de dívida, eles poderão cobrar seus valores independente da saúde financeira do mutuário e terão prioridade em processo concursal, conferindo maior segurança de que haverá o pagamento. Os valores a receber serão pré-determinados no contrato originador da obrigação de pagar, e geralmente não variarão de acordo com o lucro auferido pela empresa tomadora.

Por outro lado, quando um investidor compra participação de uma empresa e assume o risco do negócio, é um destino incerto: se o empreendimento naufragar, ele dificilmente receberá sequer o capital inicialmente aportado, mas, se a atividade for um sucesso, seu ganho será proporcional a esse sucesso (seja na distribuição de dividendos ou na venda de sua participação para os sócios ou para terceiros, na qual ele provavelmente lucrará). Em outras palavras, de acordo com Cássio Spina, o “custo do dinheiro” de quem assume o risco do negócio é significativamente (e corretamente) maior para a empresa do que o custo do dinheiro de quem só assume o risco de crédito¹¹³.

¹¹² Op. Cit. 56, p. 94-95.

¹¹³ SPINA, Cássio A. **Investimento Anjo: Guia Prático para Empreendedores e Investidores**. São Paulo: Nversos, 2011, p. 118-119.

Contraopondo esses dois tipos de agentes superavitários, bem como o custo que cada um deles representa para a empresa tomadora, tangenciamos uma discussão em voga na academia e no mercado atualmente: o problema da *optimal capital structure* (estrutura ótima de capital), e como uma empresa pode verificar se deve buscar recursos em capital próprio (sócios) ou em capital de terceiros (credores). Yazbek ensina que esse dilema não envolve apenas questões financeiras, mas também questões políticas decorrentes dos direitos de participantes do empreendimento¹¹⁴. O debate envolto nessa questão é extremamente rico, mas foge o escopo do presente trabalho.

Compreendidos os pontos fundamentais acerca de valores mobiliários e suas emissões, voltamos à derradeira pergunta: se o mercado de crédito não é plenamente viável para *startups*, o mercado de capitais tem condições de suprir integralmente essas necessidades, seja pela emissão de participação ou de dívida?

Entendemos que não, por diversas razões. Primeiramente, emissoras no mercado de capitais são quase integralmente sociedades anônimas, e *startups* não costumam se constituir sob esse tipo societário. Um grande motivo para isso é a vedação legal contra sociedades anônimas usufruírem do Simples Nacional, sistema da Lei Complementar 123/2006 (“Lei do Simples”) que concede um regime tributário benéfico a micro e pequenas empresas. Esse regime institui para as empresas enquadradas, na prática, um recolhimento mensal unificado, simplificado e reduzido que abrange diversos tributos (art. 13 da Lei do Simples¹¹⁵).

¹¹⁴ Op. Cit. 56, p. 95.

¹¹⁵ 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.

Ao proibir que sociedades anônimas participem do regime, a Lei do Simples provoca uma carga tributária fortemente mais onerosa para as companhias (que só podem optar entre os regimes de lucro real e lucro presumido), bem como um consequente esvaziamento desse tipo societário por pequenos empreendimentos. Em outras palavras, a sociedade anônima torna-se tipo societário mais adequado para empresas que já possuem estruturas financeiras e operacionais razoavelmente estabelecidas, e *startups* inovadoras e “jovens” geralmente não se encaixam nessa condição.

Em que pese tal adversidade, há casos em que *startups* (a partir de certo estágio de desenvolvimento) conseguem se transformar em sociedades anônima sem grandes impactos e com diversos benefícios, principalmente a abertura do leque de possíveis investidores, e avaliaremos esses casos detalhadamente no Capítulo xxx.

Além do impedimento formal de sociedades anônimas, temos no mercado de capitais doméstico um alto custo para cumprimento das obrigações regulatórias impostas pela CVM¹¹⁶, tal como os custos comentados para registro de ofertas públicas, os quais uma *startup* dificilmente conseguirá absorver.

A limitação de espaço no mercado de capitais para *startups* também acontece no exterior. Buscando mitigar essa barreira, foi promulgado em 2012 nos Estados Unidos o *Jumpstart Our Business Startups Act* (“*JOBS Act*”), legislação que flexibiliza as regulações impostas pela Securities and Exchange Commission (“SEC”, vulgarmente referida como a “CVM americana”) para facilitar o acesso ao capital por pequenos empreendimentos¹¹⁷. A National Venture Capital Association (“NVCA”) também está ativamente conduzindo tratativas com o governo dos Estados Unidos para facilitar o IPO de *startups*¹¹⁸.

Continuemos então na nossa busca. Se nem o mercado de crédito e nem o mercado de capitais são alternativas que satisfazem as necessidades de financiamento de

¹¹⁶ Op. Cit. 65.

¹¹⁷ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act** (2012). Disponível em: <<https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>>. Acesso em 12.06.2017.

¹¹⁸ Op. Cit. 46.

startups, a quais agentes econômicos os empreendedores podem tornar para capitalizar suas inovações?

A resposta está fora daqueles dois mercados. Em paralelo a eles, existe um mercado de investidores que estão especialmente interessados em atividades inovadoras com alto risco e alta proporção de retorno, e que têm recebido cada vez mais atenção da academia e pesquisadores. Estamos falando da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, que estudaremos a seguir.

2.3.O mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* é viável para startups?

Nós temos um conceito amplo e um conceito estrito para a expressão “*Private Equity*”. De acordo com o conceito amplo, *Private Equity* é qualquer investimento em empresas de capital fechado (*private*), cujo instrumento envolve a compra ou opção de participação imediata ou futura (*equity*). As empresas investidas via de regra não têm estrutura suficiente para se financiar pelos instrumentos tradicionais do mercado financeiro; ou que já possuem essa estrutura consolidada, mas não desejam abrir capital e/ou poderiam expandir seus lucros com um choque de gestão¹¹⁹. Ainda nesse conceito, podemos considerar o *Private Equity* uma espécie de investimento alternativo em ativos financeiros¹²⁰, já que não está enquadrada em nenhuma espécie do mercado financeiro.

Já o conceito estrito de *Private Equity* (que adotaremos nesse trabalho) não abrange todo e qualquer investidor de empresas de capital fechado, mas sim varia de acordo com o estágio de desenvolvimento que ele procura em suas potenciais investidas. Investidores de *Private Equity* em sentido estrito, segundo Capizzi &

¹¹⁹ Não é um fator excludente, já que existe o *Private Investment in Public Equity* (“PIPE”): um grupo reduzido de investidores sofisticados adquire valores mobiliários em oferta privada por uma companhia aberta, tipicamente quando não é viável a realização de oferta pública, para que tal companhia consiga recursos para financiamento dos seus projetos: In: LOBO, Alexandre L.; POTENZA, Guilherme P. **Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas**. In: BOTREL, Sergio. BARBOSA, Henrique (Coordenadores). *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*, Rio de Janeiro: Gen Atlas, 2016, pp. 267-316.

¹²⁰ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI) E FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV). **2º Censo de Private Equity e Venture Capital: 2011**. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf>. Acesso em: 03.04.2017.

Bonini¹²¹, são aqueles que se interessam em grandes companhias para financiamento de uma expansão ou revitalização ou futura aquisição¹²². Tais investidores atuam com companhias com tamanho razoável, mas de potencial inexplorado que podem ser ativados com uma reestruturação operacional e/ou financeira.

Considerando esse âmbito de atuação ser circunscrito a empresas maiores, no conceito estrito de *Private Equity* não estão englobados os investidores que financiam pequenos empreendimentos. Esses, na verdade, compõem o mercado de *Venture Capital*, e passam a ser o foco do nosso estudo.

Os investidores de *Venture Capital* vêm para atender um déficit de mercado que já comentamos aqui. Recentes avanços de atividades inovadoras na economia global, especialmente no setor de tecnologia, estão mudando a forma com que a dinâmica entre agentes econômicos funciona, inclusive na forma com que enfrentam suas sérias limitações referentes ao financiamento por crédito¹²³. Nós estudamos as principais razões de tais obstáculos no Capítulo xxx, e também vimos que o mercado de capitais também não é viável para captação de recursos no Capítulo xxx. Por essa razão, existe um chamado “vale da morte” representado pela escassez de recursos financeiros e de *expertise* em gestão negocial que caracteriza a estrutura das *startups*¹²⁴.

Nesse contexto surge o mercado de *Venture Capital* como uma alternativa para que empreendedores consigam os recursos necessários para vencer as adversidades. Investidores desse mercado tipicamente investem em *startups* inovadoras com maior risco, agregando valor com capital e com especialistas no setor negocial das suas investidas que oferecem valorosa *expertise* em legislação, recursos humanos, estratégia,

¹²¹ CAPIZZI, Vincenzo; BONINI, Stefano. **The Effects of Private Equity Investors on the Governance of Companies**. Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2015. Disponível: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2647219>. Acesso em 16.06.2017.

¹²² Alguns estudos chamam esse sentido estrito de “*Private Equity* em modalidade *Buyout*”. In: AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>>. Acesso em 03.04.2017. Considerando que o termo “*buyout*” também é usado na academia e no mercado para classificar uma aquisição do poder de controle de uma empresa, algo que pode ou não acontecer no *Private Equity*, não adotaremos essa denominação:

¹²³ BPIFRANCE. **France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom: Building Momentum in Venture Capital across Europe** (2016). Disponível em: <http://www.bpifrance-lab.fr/content/download/5601/42348/version/2/file/Bpifrance%20Le%20Lab_Building_Momentum_in_Venture_Capital_across_Europe_Decembre%202016.pdf>. Acesso em 01.05.2017.

¹²⁴ Op. Cit. 78.

propriedade intelectual, entre outros¹²⁵. Investidores de *Venture Capital* não devem ser vistos como um substituto dos bancos no papel de financiamento de pequenas empresas, mas sim como um instrumento específico para iniciativas inovadoras com bom potencial de crescimento.

Já estudamos o papel fundamental exercido pelas atividades inovadoras no desenvolvimento econômico de uma nação no Capítulo 1. O mercado de *Venture Capital* consegue ajudar as *startups* a sobreviverem ao “vale da morte”¹²⁶, ajudando diretamente a economia local e até internacional: de acordo com estudos recentes, *startups* não estimulam apenas o crescimento dos países em que estão sediadas, mas também dos países em que operam¹²⁷.

A história global do *Private Equity* e *Venture Capital* foge ao escopo desse trabalho, mas, considerando nosso objetivo último de propor medidas efetivas para o fomento ao empreendedorismo brasileiro, é indispensável um panorama geral da história do *Private Equity* e *Venture Capital* como foi se desenvolvendo no Brasil. Abordaremos, ainda, o cenário atualmente enfrentado para então melhor nos fundamentarmos sobre onde exatamente ele pode ser incentivado.

2.3.1. Cenário brasileiro e ascensão local do Private Equity e Venture Capital

Essa indústria começou oficialmente no Brasil com um investimento realizado no país pela Adela Investment Company S.A. em 1965. Essa companhia tinha como objetivo adquirir participações minoritárias em *startups* e pequenas empresas, para então revendê-las com lucro¹²⁸.

Em 1974, o *Private Equity* e *Venture Capital* foram estimulados por iniciativa governamental com a criação de três subsidiárias do BNDES para fomento de pequenas

¹²⁵Op. Cit. 123.

¹²⁶ Op. Cit. 78.

¹²⁷ Op. Cit. 123.

¹²⁸ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI) E FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV). **2º Censo de Private Equity e Venture Capital**. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf>. p. 58. Acesso em: 03.04.2017.

e médias empresas, com especial atenção ao setor industrial, chamadas Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A.¹²⁹.

Em 1979, o setor privado alcançou o Governo Federal com a criação da Brasilpar S.A. pelo Unibanco e Baripas. O objetivo primordial era tornar o *Private Equity* brasileiro mais atraente¹³⁰. Essa companhia foi constituída como uma *holding*, e investiu US\$ 4 milhões até 1980, época em que foi reestruturada para admitir a entrada de novos sócios e teve seu capital aumentado para US\$ 10 milhões.

Em 1982, apenas a Brasilpar, a Companhia Riograndense de Participações (CRP) e o BNDESPar atuavam em *Private Equity*. Em paralelo, o capital de risco norteamericano contava com 331 organizações gestoras e capital comprometido de US\$ 7,6 bilhões, deixando evidente o nível de insipiência do mercado brasileiro. Em razão da estagnação financeira que vigorou no Brasil desde os anos 80 até a implementação do Plano Real, o capital de risco permaneceu praticamente inexistente. A própria Brasilpar alienou suas atividades no setor para o Grupo SulAmérica em 1996 e desde então não atuou mais em *Private Equity*.

Em 1994, o Plano Real marcou um cenário macroeconômico fortemente favorável ao retorno das atividades do capital de risco. A GP Investments, fundada em 1993, constituiu naquele ano um fundo de *Private Equity* com US\$ 500 milhões em capital comprometido. Em 1997, ela constituiu um segundo fundo, contando então com US\$ 800 milhões em capital comprometido¹³¹. Em paralelo, o mercado de crédito também voltou a crescer com operações de médio a longo prazo, evidenciando uma melhora na saúde da economia brasileira em termos gerais¹³².

No mesmo ano, a CVM editou a Instrução CVM nº 209, primeira regulamentação na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*. Essa norma autorizou a constituição de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (“FMIEE”), que

¹²⁹ BRASILPAR. **Apresentação Institucional 2014.** Disponível em: <<http://www.brasilpar.com.br/waUpload/brasilpar-apres0013012014173428.pdf>>. Acesso em: 03.04.2017.

¹³⁰ Ibidem.

¹³¹ GP INVESTMENTS. Disponível em <<http://www.gp.com.br>>. Acesso em 03.04.2017.

¹³² Op. Cit. 3.

possibilitavam a canalização de capital em *startups* arriscadas e com alto potencial de retorno¹³³.

Em 2000, foi fundada a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, originalmente Associação Brasileira de Capital de Risco, demarcando um novo começo para esse mercado¹³⁴. Ela também foi responsável pela reestruturação do mercado após o estouro da bolha da internet¹³⁵.

Em 2002, foi editada a Instrução CVM nº 391 pelo órgão regulador, que regulamentou o Fundo de Investimento em Participações, principal veículo de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil até os dias atuais¹³⁶. Considerando o risco inerente a essa indústria, a segurança jurídica proporcionada por um ambiente mais regulado foi indispensável para um avanço econômico mais significativo. Não só isso, mas esse veículo se provou muito mais flexível que o FMIEE para propósitos de *Private Equity* e *Venture Capital*, por razões que serão melhor detalhadas no Capítulo xxx.

Em 2004, foi criada a Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial (“ABDI”). A entidade foi instituída mediante autorização da Lei nº 11.080/2004 e ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, com o objetivo último de contribuir com a execução de políticas de desenvolvimento industrial (natureza jurídica de serviço social autônomo). Na prática, a ABDI atua até hoje como elo entre o poder público e os setores privados, oferecendo estudos conjunturais, estratégicos e tecnológicos em diversos setores da indústria¹³⁷.

¹³³ BERNARDINO, Diogo. **Fundos de Venture Capital e Private Equity: Breve Análise sobre sua Evolução, Características e Importância**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro, p. 45-77. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2013, p. 51-52.

¹³⁴ RIBEIRO, Leonardo de L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em 03.04.2017.

¹³⁵ XAVIER, Mateus Eckert. **Segurança jurídica nas operações de Private Equity e Venture Capital**. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Direito da Universidade Federal de Santa Catarina. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/133935>>. Acesso em 03.04.2017.

¹³⁶ LOBO, Alexandre L.; POTENZA, Guilherme P. **Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas**. In: BOTREL, Sergio. BARBOSA, Henrique (Coordenadores). *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*, Rio de Janeiro: Gen Atlas, 2016, p. 272.

¹³⁷ STARTUP BRASIL. Disponível em: <<http://startupbrasil.org.br/abdi/>>. Acesso em 03.04.2017.

Possivelmente, o maior exemplo desse bom trabalho veio anos depois, quando a ABDI fez parceria com o Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EASP para publicar o curso “*Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*”, fomentando as *startups* com conhecimento necessário para suas atividades.

Em 2005, o mercado de *Private equity* e *Venture Capital* ainda estava lentamente se constituído. A indústria contava com 65 organizações gestoras e capital comprometido de US\$ 5,07 bilhões, sendo que 91% desse capital era gerido por organizações independentes ou filiadas a instituições financeiras¹³⁸. Do total das organizações, 50 eram brasileiras. Nesse ano também começaram a se encerrar os primeiros ciclos de investimentos, com diversos IPOs como o da Submarino (parte do portfólio da GP Investments¹³⁹), Lojas Renner, GOL, TAM, Ultrapar e UOL Universo Online.

Depois de uma contração dos investimentos causada pelo estouro da bolha da internet, a indústria conseguiu tomar fôlego novamente em 2007, graças em parte a uma nova onda de otimismo e desenvolvimento no país. Com a expansão do crédito percebida durante o Governo Lula, diversos agentes aproveitaram a chance para maximizar seu capital próprio e iniciar os empreendimentos que idealizavam. Não só isso, mas em 2006 e 2007 o Brasil respondeu por cerca de 30% dos IPOs do mundo inteiro¹⁴⁰. Posteriormente, os BRICs foram alvo de maior intenções de investimento por terem sofrido efeitos menos traumáticos e mais residuais da Crise do *Subprime*¹⁴¹.

Em 2013, foi apresentado o Projeto de Lei nº 6.625/2013 no Senado, que propôs um incentivo fiscal pela instituição do Sistema de Tratamento Especial a Novas Empresas de Tecnologia (SisTENET). De acordo com a proposta, *startups* com objeto social de bases tecnológicas¹⁴² estariam isentas do pagamento de tributos federais

¹³⁸ Op. Cit. 134.

¹³⁹ Op. Cit. 131.

¹⁴⁰ Op. Cit. 50.

¹⁴¹ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>>. Acesso em 03.04.2017.

¹⁴² Considera-se como *startups* de bases tecnológicas as que objetivam comercializar produtos de: “I – serviços de e-mail, hospedagem e desenvolvimento de sites e blogs; II – comunicação pessoal, redes sociais, mecanismos de busca e divulgação publicitária na internet; III – distribuição ou criação de

durante dois anos, prorrogáveis por mais dois. Foi citado no parecer da Comissão de Ciência e Tecnologia, Comunicação e Informática que as *startups* brasileiras já movimentam cerca de R\$ 2 bilhões por ano, e ainda assim não há nenhuma com valor de mercado superior a R\$ 1 bilhão¹⁴³.

Em 2015, o capital comprometido brasileiro de *Private Equity* estava em R\$ 147,9 bilhões e de *Venture Capital* estava em R\$ 5,3 bilhões, ambos crescendo de forma consistente desde 2011. Além do capital comprometido, R\$ 102,4 bilhões estavam investidos, R\$ 39,3 bilhões estavam disponíveis para investir e R\$ 33,6 bilhões foram distribuídos aos investidores como decorrência de investimentos passados¹⁴⁴.

Em 2015, o volume total de investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil foi R\$ 18,5 bilhões, sendo que apenas R\$ 1,1 bilhão foi para *startups* (96 operações)¹⁴⁵. Em paralelo, nos Estados Unidos, foram aportados no mesmo ano US\$ 24,6 bilhões apenas a título de investidores informais privados, sem considerarmos investidores institucionais¹⁴⁶. Também podemos comparar volume de investimento estrangeiro diretamente recebido: em 2015 os Estados Unidos receberam US\$ 380 bilhões, enquanto o Brasil recebeu US\$ 65 bilhões¹⁴⁷. Conseguimos extrair desses dados a diferença abissal que ainda separa os dois países.

software original por meio físico ou virtual para uso em computadores ou outros dispositivos eletrônicos, móveis ou não; IV – desenho de gabinetes e desenvolvimento de outros elementos do hardware de computadores, tablets, celulares e outros dispositivos informáticos; V – atividade de pesquisa, desenvolvimento ou implementação de ideia inovadora com modelo de negócios baseado na internet e nas redes telemáticas. § 1º O capital da start-up constituir-se-á de recursos advindos de: I – doações de pessoas físicas ou jurídicas públicas ou privadas; II – financiamentos obtidos de entidades públicas ou privadas; III – bolsas provenientes de entidades públicas ou privadas de fomento à inovação e ao empreendedorismo”.

¹⁴³ COMISSÃO DE CIÊNCIA E TECNOLOGIA, COMUNICAÇÃO E INFORMÁTICA. **Projeto de Lei nº 6.625 de 2013**, disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=598004>> . Acesso em 03.04.2017.

¹⁴⁴ KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil – 2016**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

¹⁴⁵ Em 2015, foram observadas 63 operações de Fundos *Private Equity* no Brasil, com valor médio por operação de R\$ 277 milhões. In: ABVCAP. **Inside VC: inBrazil Venture Capital**. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

¹⁴⁶ SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2015: A Buyers’ Market**. Center for Venture Research, 2016. Disponível em: <<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Full%20Year%202015%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 17.06.2017.

¹⁴⁷ ABVCAP. **Inside VC: inBrazil Venture Capital**. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

2.3.2. Áreas de atuação relevantes na indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital

Ainda em 2015, o setor de saúde e farmácia representou 38% do total de investimentos do *Private Equity* e *Venture Capital* distribuídos em 22 empresas, especialmente em razão de uma alteração legislativa no art. 23 da Lei 8.080/90 (“Lei do SUS”)¹⁴⁸. Essa permissão legal também influenciou os desinvestimentos no setor, que chegaram a impressionantes 80% do total das saídas em 2015. Em paralelo, 12% dos investimentos foram para a área de educação, distribuídos em 13 empresas¹⁴⁹.

Em 2016, conseguimos observar que o mercado brasileiro vem dando mais atenção ao setor das *fintechs* (abreviação de *financial technologies*), que são as *startups* voltadas à inovação no sistema financeiro como Nubank e GuiaBolso. No mesmo ano, de acordo com a ABVCAP¹⁵⁰, tivemos 244 dessas *startups* no Brasil, e suas principais atividades eram a prestação de serviços voltadas a meio e facilitação de pagamentos (32%), gestão financeira (18%), empréstimos (13%) e investimentos (13%). Do total, 80% têm consumidores pagantes, 10% têm mais de 50 funcionários, 7% têm mais de 100 funcionários e 72% receberam investimentos (dos quais 14% foram operações acima de R\$ 20 milhões). Em 2016, a maior operação de aporte *Venture Capital* foi para a Nubank, com reportados R\$ 200 milhões.

As *fintechs* também receberam atenção regulatória especial. Observando a recente tendência mundial dessas *startups* e o suporte que reguladores estrangeiros vêm concedendo a elas, a CVM instituiu em junho de 2016 o “*Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras da CVM (FinTech Hub)*” para acompanhar o desenvolvimento e a aplicação de novas tecnologias financeiras no âmbito do mercado de valores mobiliários, permitindo constante aperfeiçoamento na regulação e supervisão de

¹⁴⁸ Com essa mudança, a lei agora permite a participação de capital externo (inclusive como detentor do poder de controle), de modo direto ou indireto, em empresas brasileiras que operam hospitais gerais ou especializados, clínicas, juntamente com atividade de suporte à saúde, como laboratórios, produtores e distribuidores de medicamentos, patologia e diagnósticos por imagens.

¹⁴⁹ Op. cit. 144.

¹⁵⁰ Op. cit. 147.

mercado, bem como nas ações educacionais voltadas para desenvolvedores e empreendedores no geral¹⁵¹.

Em termos macroeconômicos, o ecossistema se tornou mais favorável às *fintechs* pela massificação da internet e mídias sociais, acesso crescente a *smartphones* e a experiência prévia de sucesso trazida pelas companhias pioneiras de *eCommerce* como Netshoes, Buscapé e Hotel Urbano.

No caso da Netshoes, por exemplo, 32,2% dos pedidos realizados vieram de aparelhos móveis¹⁵², demonstrando uma maior penetração de *smartphones* e uma maior demanda pela facilitação de meios de pagamento. Além disso, algumas mudanças regulatórias importantes como o fim da exclusividade da CIELO e Redecard para operar as marcas de cartão de crédito VISA e Mastercard, bem como a permissão dada pelo Banco Central para abertura de conta corrente e conta poupança pela *Internet*¹⁵³.

Por outro lado, a questão regulatória ainda tem um caminho a ser trilhado de acordo com algumas *fintechs* brasileiras. Em estudo do FinTech Hub da CVM, publicado em junho de 2017¹⁵⁴, os empreendedores criticaram diversas regras infralegais vigentes, tais como: (i) regulação atual do Banco Central para meios de pagamento; (ii) limite de 12% a.a. da Lei da Usura¹⁵⁵, forçando parceria da *fintech* com uma instituição financeira para conceder crédito, assim diminuindo eficiência; e (iii) falta de definições e limites claros sobre o “robô investidor” e seu escopo de atuação, dificultando então a atividade das *fintechs* que se especializam em gestão patrimonial.

¹⁵¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras (FINTECH)**. Rio de Janeiro: 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>>. Acesso em 06.06.2017.

¹⁵² Op. Cit. 48.

¹⁵³ MENEZES, Rodrigo. **Regulatory Update, Venture Capital in Brazil: The Path ahead beyond the Crisis**. In: ABVCAP. *Inside VC: inBrazil Venture Capital*. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

¹⁵⁴ Op. Cit. 151.

¹⁵⁵ A Lei da Usura (Decreto nº 22.626/1933) impede que particulares convençionem cláusula de juros remuneratórios que excedam o percentual de 12% ao ano. Não estão inclusas nessa regra as instituições financeiras, por força da Súmula 596 do Supremo Tribunal Federal, logo as *fintechs* só conseguem cobrar juros acima daquele percentual se celebrarem parceria com essas instituições.

Considerando que a pesquisa foi fruto da própria CVM, é possível estimar que há movimento para melhora do ecossistema regulatório das *fintechs*. Nas palavras do Presidente da CVM Leonardo Pereira ao publicar o referido estudo:

com as novas tecnologias financeiras não poderia ser diferente. Elas já estão afetando o mercado de capitais, e a CVM, como órgão regulador, precisa estar sempre se atualizando, acompanhando o ritmo desse desenvolvimento. A interação com o público, especialmente com as fontes de inovação, é fundamental.

Por fim, diante essa breve linha do tempo, nós percebemos que o ambiente brasileiro de *Venture Capital* possui estrutura para prosperar, mesmo através de contratempos. A crise econômica sofrida pelo Brasil desde 2014 aparenta ter até estimulado o crescimento da indústria doméstica de *Venture Capital*, em razão (i) do surgimento de *startups* mais inovadoras (provavelmente movidas pela insegurança do mercado local); (ii) da desvalorização sofrida pelo real ao longo da crise (47% em 2015), tendo em vista que muitos gestores do capital de risco captavam recursos em dólares e euros para investir nas *startups* locais; e (iii) do fato de muitos executivos estarem largando suas posições em grandes companhias para buscar novas oportunidades¹⁵⁶.

Considerando esse espaço para crescimento do *Venture Capital* no Brasil, é possível vislumbrar uma possibilidade de desenvolvimento econômico se os agentes públicos e privados empreenderem os estímulos certos. Há um ciclo virtuoso envolvido, em que empreendedores bem-sucedidos com suas ideias poderão continuar inovando com mais experiência, ou então se tornarão investidores e mentores de novos empreendimentos. Foi essa série de ciclos que criou o Vale do Silício, e ela que poderá estabelecer as fundações do empreendedorismo no Brasil como referências mundiais¹⁵⁷.

Naturalmente, os investidores que povoam o *Venture Capital* não são uniformes. Temos diversas fontes de captação das quais *startups* podem usufruir para conseguir capital, cada uma com suas preferências e exigências. A fonte que será usada pra financiar a *startup* no caso concreto dependerá de diversos fatores, especialmente o estágio em que o empreendimento se encontra. Desse tema que passamos a nos ocupar.

¹⁵⁶ Op. Cit. 153.

¹⁵⁷ Op. cit. 136

3. FONTES DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA EMPREENDEDORES E SUAS *STARTUPS*

Startups contam com diversos estágios de crescimento, sendo certo que a etapa em que se encontram vai influenciar diretamente qual fonte de recursos estarão disponíveis para capitalizar a atividade. A linha entre cada uma dessas etapas é tênue, e diversos autores se referem a uma ou a outra sem grande compromisso técnico com as classificações, então essas fronteiras podem não representar tanta relevância prática depois de compreendermos o conceito por trás.

Para fins do presente estudo, em que pese as diversas classificações existentes em estudos do mercado¹⁵⁸, adotaremos aquela usada pela NVCA¹⁵⁹, associação americana voltada ao estudo e estímulo de *Venture Capital*. Da mesma forma, quando falarmos em médias de investimento geralmente recebido pela *startup* em cada uma dessas etapas, levaremos em consideração os valores observados pelo Relatório “*MoneyTree Report Q1 2017*” da PwC¹⁶⁰ aportados por grandes investidores¹⁶¹ entre o segundo trimestre de 2015 e o primeiro trimestre de 2017.

Considerando essas premissas, passaremos pelas etapas que caracterizam a jornada de crescimento de uma *startup*, desde a concepção da sua atividade até o momento em que ela consegue se tornar uma empresa estável e estruturada no mercado, talvez até pronta para tomar crédito bancário e emitir títulos de participação no mercado de capitais.

a) Estágio inicial embrionário (*seed stage*)

¹⁵⁸ Alguns estudos (INVEST EUROPE, 2016; ABDI, 2011; AEDB, 2008; CHRISTOFIDIS & DEBANDE, 2001) se baseiam em fases diferentes. Por exemplo, o estudo Invest Europe (2016) considera *seed stage*, *early stage* e *later stage*; a ABDI também considera a existência do chamado “*start-up stage*”, onde a empresa já está desenvolvendo seu produto, pode ter começado contratação de profissionais, exaurido os estudos prévios necessários e até começado a divulgação, mas ainda não chegou no divisor de águas que é o lançamento ao mercado.

¹⁵⁹ Op. Cit. 46.

¹⁶⁰ PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **National Venture Capital Association Money Tree™ Report Q1 2017, IVF**. Disponível em: https://www.pwc.com/us/en/moneytree-report/assets/MoneyTree_Report_Q1_2017_FINAL_F.pdf. Acesso em 19.05.2017.

¹⁶¹ Fundos *Venture Capital*, Fundos *Corporate Venture* e alguns investidores-anjos, conforme explicaremos nos Capítulos xxx.

Conforme sugere esse título, estamos falando da primeira etapa necessária à formação de um ser. Quando falamos de um ser vivo, a fase embrionária é responsável pela correta constituição do mínimo necessário para que ele consiga sobreviver. Quando falamos de uma *startup*, de acordo com Eduardo Fortuna¹⁶², nos referimos à fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes iniciais de mercado ou registro de patentes, podendo também estar testando seus produtos com alguns poucos clientes (*beta costumers*).

Por ainda ser uma estrutura amorfa, provavelmente ainda não foram concluídos os estudos de desenvolvimento de produto e de viabilidade do mercado para fins de demanda, barreiras de entrada, resistência concorrencial, etc¹⁶³. Naturalmente, sendo esse primeiro estágio de uma iniciativa inovadora, qualquer investidor estará exposto a grande risco, razão pela qual é uma fase em que o empreendedor enfrenta razoável dificuldade para obtenção de investimento profissional¹⁶⁴.

Em que pese o estágio ainda incipiente, nessa fase pode ocorrer a primeira rodada de investimento¹⁶⁵, ou seja, é possível que investidores profissionais já se interessem pela ideia da *startup* a ponto de investir nessa etapa preliminar. Recentemente, a média de investimentos em *seed* tem sido em US\$ 1,2 milhão nos Estados Unidos, US\$ 860 mil na Ásia e US\$ 900 mil na Europa¹⁶⁶.

b) Estágio inicial (*early stage*)

Define o estágio em que a *startup* via de regra já tem uma equipe administradora consolidada, um conceito estável do seu produto e a estratégia de *marketing* traçada. Nessa etapa, ela está se preparando para oferecer seu produto comercialmente ou já está no mercado há três anos ou menos¹⁶⁷, mas provavelmente ainda não atingiu faturamento

¹⁶² FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 20ª Ed. São Paulo: Qualitymark, 2015.

¹⁶³ Op. Cit. 46.

¹⁶⁴ ASSOCIAÇÃO EDUCACIONAL DOM BOSCO (AEDB). **O Investimento Anjo como Fomentador do Empreendedorismo**. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/347_Artigo_SeGET._2008.pdf>. Acesso em 30.05.2017.

¹⁶⁵ Op. Cit. 120.

¹⁶⁶ Op. Cit. 160.

¹⁶⁷ Op. Cit. 46.

superior a R\$ 8 milhões¹⁶⁸. Nessa etapa, a *startup* precisará de mais capital para o começo ou manutenção de atividades operacionais¹⁶⁹, e está provavelmente na primeira ou segunda rodada de investimentos¹⁷⁰.

Recentemente, a média de investimentos em empreendedores no *early stage* tem sido em US\$ 5,6 milhões nos Estados Unidos, US\$ 5,4 milhões na Ásia e entre US\$ 4,6 milhões (com certas flutuações) na Europa¹⁷¹.

c) Estágio de expansão (*expansion stage*)

Preliminarmente, pontuamos que a ABDE (2008) indica a existência de um “*Estágio de desenvolvimento – Venture Capital – Later Stage*” antes do presente item. Considerando que a classificação da NVCA condensa os critérios pontuados pela ABDI no estágio de expansão, entendemos que é possível avançar diretamente do estágio inicial para ele, sem segregar o “*Estágio de desenvolvimento – Venture Capital – Later Stage*”. Sem prejuízo dos critérios usados pela ABDI para estabelecer essa classificação, entendemos que é possível dizer que uma *startup* empreenderá melhores esforços para entrar em expansão a partir do momento em que não estiver mais enquadrada nas condições comerciais frágeis do estágio inicial.

Conceitualmente, o estágio de expansão é deflagrado no marco temporal em que a *startup* possui uma estrutura interna razoavelmente consolidada e pronta para expandir suas atividades, geralmente por já estarem vendendo seus produtos e com recebíveis e estoques em ritmo de ascensão¹⁷². Apesar de já estar com a comercialização em bom ritmo, a *startup* pode ou não ter atingido o *breakeven*¹⁷³. Nessa etapa, o capital eventualmente investido na *startup* provavelmente será usado para construção de novas plantas de produção, distribuição, *marketing*, recursos humanos ou desenvolvimento de novas versões do produto.

¹⁶⁸ Op. Cit. 120.

¹⁶⁹ CHRISTOFIDIS, Constantin; DEBANDE, Constantin. **Financing Innovative Firms through Venture Capital**. Luxemburgo: European Investment Bank, 2001. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>>. Acesso em 08.06.2017.

¹⁷⁰ Op. Cit. 120.

¹⁷¹ Op. Cit. 160.

¹⁷² Op. Cit. 46.

¹⁷³ Op. Cit. 120.

Provavelmente, o capital ingressante na *startup* nessa rodada virá de mais investidores institucionais do que nas rodadas anteriores¹⁷⁴, sendo essa rodada a terceira ou quarta na vida da *startup*¹⁷⁵. Aqui observamos uma média de US\$ 14,6 milhões nos Estados Unidos, US\$ 18,3 milhões na Ásia (com algumas flutuações, como o ponto alto de US\$ 27,4 milhões no terceiro trimestre de 2015) e US\$ 12,2 milhões na Europa¹⁷⁶.

d) Estágio avançado (*later stage*)

Por fim, temos essa etapa em que a *startup* já provou seu conceito, atingiu renda significativa em comparação aos seus concorrentes, já chegou (ou está se aproximando) ao *breakeven* ou até ao fluxo positivo de caixa (o que não significa necessariamente que a *startup* é lucrativa). Tipicamente, uma empresa inovadora em estágio avançado está entre seis a doze meses de distância de um chamado “evento de liquidez”, que é uma aquisição ou IPO¹⁷⁷ e que poderá oferecer uma chance de desinvestimento aos investidores (momento em que ele vende sua participação). O acontecimento de um desses eventos é um dos mais relevantes na vida na vida da *startup* do ponto de vista dos seus agentes capitalizadores externos, e será amplamente discutidos no Capítulo XXX.

No estágio avançado, tivemos as médias de investimentos de US\$ 27,5 milhões nos Estados Unidos, US\$ 75 milhões na Ásia e US\$ 16 milhões na Europa¹⁷⁸.

Estando razoavelmente compreendidos os critérios usados para dividir as diversas fases da vida de uma *startup*, passaremos a entender a razão pela qual eles influirão diretamente nas opções que o empreendedor terá para tentar conseguir capital para a atividade. Para isso, deveremos avaliar cada uma das principais fontes de captação de recursos, com o objetivo de entender se todas as fases são devidamente atendidas pelo mercado de *Venture Capital* (ou seja, se não temos nenhum *gap* nesses estágios em que empreendedores podem ter dificuldades em conseguir recursos).

¹⁷⁴ Op. Cit. 46.

¹⁷⁵ Op. Cit. 46.

¹⁷⁶ Op. Cit. 160.

¹⁷⁷ Op. Cit. 46.

¹⁷⁸ Op. Cit. 160.

3.1. Family, friends and fools

Iniciar um empreendimento do zero não é uma atividade que se resume a horários comerciais. Quando alguém se aventura a tirar sua ideia do papel e viver um sonho, naturalmente essa atividade produzirá efeitos em todas as áreas da sua vida e se tornará parte de quem ele é. Pode parecer uma ideia romantizada, mas o empreendedor da inovação vive do seu sonho e contagia aqueles à sua volta: não só co-fundadores, funcionários e investidores, mas também seus entes queridos.

Os familiares, amigos e cônjuges dos empreendedores testemunham não só essa paixão pelo produto que os motiva, mas também as implacáveis horas de trabalho. Em artigo denominado “*Entrepreneurs Anonymous*”, a revista *The Economist*¹⁷⁹ destacou os desafios financeiros e emocionais que agentes da inovação enfrentam enquanto tentam construir as bases das suas *startups*. De acordo com Phil Libin, criador do *app* Evernote, “*it is amazingly difficult work — you have no life balance, no family time, and you will never work harder in your life*”.

Acompanhar a jornada do empreendedor pode tornar sugestiva a ideia de que ele merece alguma forma de apoio. Se uma tia ficou compadecida pelas longas horas de trabalho, ela pode entender que seu sobrinho faz por merecer algum capital para desenvolver melhor sua grande ideia. Se um amigo próximo ficou admirado pela ambição e persistência, ele pode entender que vale a pena investir alguns recursos pela confiança que tem. Se um ex-colega de faculdade que ganhou uma herança substancial ouviu falar nos reencontros de turma que há um empreendedor promissor no grupo, ele poderá decidir impulsivamente investir pequena parte do seu patrimônio sem fazer muitas perguntas.

Esse é o conceito dos “Três F’s: *family, friends and fools*”. É o capital investido no empreendedor por razões que não são estritamente econômicas na lógica do agente maximizador de riquezas, mas sim por razões usualmente afetivas ou originadas por impulso: *love money*¹⁸⁰ ou *close money*¹⁸¹. Em razão dessas motivações, e considerando

¹⁷⁹ Op. Cit. 38.

¹⁸⁰ Op. cit. 113, p. 38-39.

a alta taxa de mortalidade de *startups*, tais entes queridos não possuem grandes expectativas de obter retorno do capital investido, normalmente se dando por satisfeitos quando conseguem recuperar o principal.

Sendo uma fonte de captação de recursos típica do estágio embrionário da *startup*, ela costuma ser a primeira ou segunda que o empreendedor tentará depletar para tirar seu negócio do chão (e também a mais frequente). Além dos seus entes queridos (ou tolos), ele e sua equipe poderão capitalizar a iniciativa com empréstimos bancários pessoais garantidos com bens próprios (ex: hipotecas). No estudo da FinTech Hub da CVM¹⁸², comentada anteriormente no Capítulo xxx, foi verificado que por volta de 67% das *fintechs* abordadas na pesquisa só contaram com recursos próprios ou de familiares para capitalizar suas atividades.

A média brasileira concedida pelos Três F's também é de baixo valor em comparação a investidores profissionais, variando entre R\$ 5 mil e R\$ 50 mil. Já que o dinheiro vem de “amor” e não *expertise*, provavelmente esses novos investidores pouco ou nada agregarão ao direcionamento do produto idealizado pelo empreendedor¹⁸³.

Conforme relatos percebidos por McKaskill¹⁸⁴, alguns problemas podem surgir dessa motivação extraeconômica e até simplificada por trás do investimento dos Três F's. Ainda que seja um investimento com motivação sentimental, o capitalizador poderá se sentir no direito de fazer algumas exigências, ainda que não tenha o *background* necessário para oferecer uma opinião fundamentada.

Por exemplo, caso a *startup* sofra a perda de um membro valioso da equipe, ou então passe por um período maior que o esperado até gerar receitas, ou outro evento que reflita negativamente no seu futuro, o investidor pode se sentir prejudicado ou até enganado. Já que essa capitalização nasceu da relação afetiva, qualquer problema será refletido em ambas as frentes: não só a relação entre empreendedor e investidor é desgastada, mas poderão ser envolvidos outros familiares e amigos.

¹⁸¹ MCKASKILL, Tom. **An Introduction to Angel Investing**. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33>. Acesso em 09.05.2017.

¹⁸² Op. Cit. 151.

¹⁸³ Op. Cit. 113, p. 38-39.

¹⁸⁴ Op. Cit. 181.

Temos também o risco de um deles tentar resgatar seu investimento antes do momento em que o empreendedor ou outros investidores estarem prontos para o desinvestimento. Provavelmente essa tentativa de saída não causaria grandes riscos em razão de cláusulas contratuais e direitos de preferência de aquisição dos outros sócios (melhor detalhados no decorrer do trabalho), mas o conflito também pode desgastar as relações pessoais. Por fim, temos a questão de potenciais problemas originados pelas futuras rodadas de investimentos, mas os pontos específicos dessa etapa mais avançada da *startup* serão tratados no Capítulo xxx.

Considerando que não estamos falando de agentes profissionais, os futuros investidores da *startup* podem considerar comprar a participação dos Três F's ao invés de quotas “frescas”, simplesmente para simplificar as questões de decisão e evitar potenciais dificuldades trazidas no futuro¹⁸⁵. Ainda que eles se tornem um “fardo” para a *startup* depois de certo período, ela poderia nem existir se não fosse pela camaradagem de um amigo, o amor de um familiar ou o otimismo de um tolo. Dessa forma, é apenas justo que eles recebam um retorno adequado se o empreendimento render frutos.

3.2.Incubadoras e aceleradoras

a) Incubadoras

O conceito de incubadora remete a um espaço físico que oferece condições favoráveis ao crescimento de um ser até o momento em que ele está pronto para ser liberado para o mundo. Importando esse instituto para o mundo corporativo, conseguimos intuitivamente definir que as incubadoras de empresas preparam pequenas iniciativas socioeconômicas para que elas estejam em condições mínimas para

¹⁸⁵ Op. Cit. 181.

sobreviver no mercado¹⁸⁶. Elas são percebidas ao redor do mundo desde a época de 1950, e ainda assim sem muitos estudos sobre sua natureza¹⁸⁷.

Em 2016, a Lei da Inovação foi acrescida com o inciso III-A no seu art. 2º, passando a positivar as incubadoras e sendo um avanço emblemático do reconhecimento de maior atenção do poder público ao mercado de inovação. Confirmamos a definição legal concedida:

organização ou estrutura que objetiva estimular ou prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico ao empreendedorismo inovador e intensivo em conhecimento, com o objetivo de facilitar a criação e o desenvolvimento de empresas que tenham como diferencial a realização de atividades voltadas à inovação.

Tomando também uma conceituação internacionalmente aceita, podemos dizer que uma incubadora de negócios é um processo de suporte a iniciativas que acelera o desenvolvimento de *startups* e pequenas empresas, oferecendo aos empreendedores um leque de recursos e serviços direcionados¹⁸⁸.

Avançando além da sua natureza, as incubadoras também oferecem mentoria e diretrizes para os empreendedores que elas acolhem. Essa influência positiva pode se traduzir em chances de teste e avaliação do produto idealizado, *networking* com outros empreendedores e treinamentos constantes em desenvolvimento, administração, vendas e outras competências.

Nos Estados Unidos, essas incubadoras são majoritariamente financiadas por universidades ou recursos públicos, então não buscam grande remuneração do empreendedor e recebem pouca ou nenhuma participação das *startups* incubadas¹⁸⁹. Em

¹⁸⁶ FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em: <<http://www.conpedi.org.br/publicacoes/02q8agmu/86257626/Ap4fpW72VLabJQJh.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

¹⁸⁷ PAUWELS, Charlotte, CLARYSSE, Bart, WRIGHT, Mike, & VAN HOVE, Jonas. **Understanding a new generation incubation model: The accelerator**. 2016: *Technovation*, 50, 13–24. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/283536940_Understanding_a_new_generation_incubation_model_The_accelerator>. Acesso em: 30.05.2017.

¹⁸⁸ INTERNATIONAL BUSINESS INNOVATION ASSOCIATION (INBIA). Disponível em: <<https://inbia.org/>>. Acesso em 30.05.2017.

¹⁸⁹ KLEIN, Sarah. **What is the Difference between an Incubator and an Accelerator?** (2015). Disponível em: <<http://www.bizlawtoday.com/2015/06/what-is-the-difference-between-an-incubator-and-an-accelerator/>>. Acesso em 30.05.2017

estudo de 2011, foi verificado que a maioria das incubadoras americanas que melhor desenvolveram suas *startups* eram entidades sem fins lucrativos¹⁹⁰.

Em razão desse objetivo de existência mais filantrópico, as incubadoras visam o desenvolvimento econômico e criação de empregos de suas respectivas regiões, enquanto são normalmente dirigidas por profissionais e acadêmicos do setor¹⁹¹.

Bom exemplo de incubadora brasileira é o Cubo: inaugurado em São Paulo em 2015, esse centro de empreendedorismo é direcionado para *startups* de tecnologia e apoiado pelo Itaú Unibanco e Redpoint e.ventures (fundo de investimentos reconhecido no mundo do capital de risco). Os sócios são remunerados por aluguel mensal dos empreendedores, mas principalmente pela imagem positiva que ganham, tudo sem exigir uma única quota das empresas que acolhem¹⁹².

O Cubo (ou outra incubadora) não beneficia apenas as incubadas, mas também investidores que estão em busca de empreendedores promissores, estudantes e universidades que estão interessados no mercado e grandes companhias que estão em busca de novos fornecedores, clientes, ou possíveis programas para patrocinar.

De acordo com Etzkovitz, a adaptação do modelo de incubadora dos Estados Unidos para o Brasil resultou em passos importantes para o seu sistema de inovação, já que proporcionou a incubação de *startups* de média, baixa ou nenhuma tecnologia. O autor também diz que as universidades têm um papel intrinsecamente ligado à maturação das incubadoras brasileiras¹⁹³.

Contratos assinados entre empreendedor e incubadora são atípicos na concepção do Código Civil¹⁹⁴ e costumam ter estruturas bem definidas. Pedro Wehrs Fernandes,

¹⁹⁰ LEWIS, Davis. A; et al. **Incubating Success. Incubation Best Practices That Lead to Successful New Ventures**. Institute for Research on Labor, Employment, and the Economy, University of Michigan, 2011. Disponível em: <<http://www.nist.gov/ineap/upload/Incubating-Success-Report.pdf>>. Acesso em: 31.05.2017.

¹⁹¹ TORUN, Mustafa. **Business Incubators vs Accelerators: A review of literature** (2016). Disponível em: <https://medium.com/@mustafatorun_32874/business-incubators-vs-accelerators-a-review-of-literature-fa2198baafb>. Acesso em 30.05.2017.

¹⁹² CUBO. Disponível em: <https://cubo.network/startups> . Acesso em 30.05.2017.

¹⁹³ Op. Cit. 27.

¹⁹⁴ Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

após uma pesquisa empírica e avaliação quantitativa de diversos contratos de incubação, compilou as suas cláusulas mais recorrentes¹⁹⁵, as quais serão explicadas nos parágrafos abaixo.

Via de regra, a incubadora se obriga a oferecer para a *startup*: (i) espaço físico para trabalhar, realizar reuniões e implementar testes de produto; (ii) intermediar relações com entidades de ensino e pesquisa que possam auxiliá-la; (iii) mentoria e instruções desde os aspectos básicos da administração empresarial até melhor acesso a uma rede de contatos voltada para desenvolvimento dos agentes da inovação.

Em contrapartida pelos serviços da incubadora, o empreendedor incubado deve (i) pagar aluguéis mensais pelo espaço físico; (ii) pagar certo valor (normalmente 1%) da receita bruta percebida durante período durante a incubação; (iii) pagar certo valor (normalmente até 2%) da receita bruta percebida durante período posterior à incubação (normalmente de 2 a 5 anos); (iv) cumprir o Plano (ou Modelo) de Negócios aprovado pela incubadora como condição precedente para a incubação; (v) participar dos eventos promovidos na instituição; (vi) apresentar relatórios periódicos sobre seu progresso e atividades; e (vii) não concorrer com outras *startups* incubadas pela mesma incubadora.

No exterior, o prazo do contrato com incubadoras costuma durar de 3 a 4 anos¹⁹⁶, enquanto que no Brasil, sem fugir muito à regra, percebemos uma média do prazo de incubação de 1 a 3 anos¹⁹⁷.

Por fim, em que pese estar presente no nosso capítulo que versa sobre captação de recursos, a incubadora via de regra não investe capital no empreendedor. Enquanto estiver incubado, sua *startup* contará majoritariamente com recursos próprios ou de *family, friends and fools*. No entanto, é importante que seja compreendida essa instituição porque ela serve como preparação para a primeira etapa da captação de recursos de terceiros profissionais: as aceleradoras.

b) Aceleradoras

¹⁹⁵ Op. Cit. 186.

¹⁹⁶ Op. Cit. 191.

¹⁹⁷ Op. Cit. 186.

A etapa de incubação é chamada no mercado de fase “pré-aceleração”. Entende-se que uma *startup* está em condições de ser liberada para o mundo quando ela já possui um produto que está pronto (ou virtualmente pronto) para colocação no mercado¹⁹⁸. Esse é o conceito do *minimum viable product* (“MVP”), que será então continuamente desenvolvido por meio de testes, contabilidade para inovação e métricas adequadas, e oferecerá subsídio para a decisão de continuar no mesmo trajeto ou mudar de ideia sobre implementar o produto¹⁹⁹.

Quando a *startup* tem um projeto para oferecer ao mercado, ela atrai a atenção das aceleradoras. De acordo com Lewis et al.²⁰⁰, essas instituições podem ser classificadas como (i) uma incubação em estágio avançado, oferecendo suporte a startups que são mais maduras e estão prontas para receber investimento; ou (ii) uma instalação que oferece um programa modificado de incubação desenhada para startups que foram recentemente consideradas aptas a saírem de incubação e em direção ao mercado.

As aceleradoras dividem com as incubadoras a possibilidade de oferecer mentoria e direcionamento às *startups* que acolhem. Esses serviços abrangem genericamente qualquer coisa que o empreendedor precisa para otimizar seu crescimento, seja pelo fortalecimento da sua infraestrutura, redefinição do produto que oferece para melhor atingir seu público-alvo, ou preparação para operações de fusão e aquisição da *startup*²⁰¹.

Diferentemente das incubadoras, as aceleradoras ainda não são positivadas nas leis brasileiras, mas sim em normas infralegais (assim como as *startups*). De acordo com o art. 3º, II da Portaria nº 721/2012 do Ministério, aceleradoras são:

peças jurídicas dedicadas ao processo de apoio a projetos de empreendedores e empresas nascentes (start-ups), que consiste: a) na seleção de candidatas fundamentada em critérios de competitividade, projeto, processos e serviços; b) no investimento financeiro inicial nos projetos selecionados; c) no acompanhamento e aconselhamento, por tempo

¹⁹⁸ Ibidem.

¹⁹⁹ Op. Cit. 22.

²⁰⁰ Op. cit. 190.

²⁰¹ PRICE, Russ. **The Role of Service Providers in Establishing Networked Regional Business Accelerators in Utah**. Cambridge: International Journal of Technology Management, Vol. 27, No. 5, 2004.

determinado, nos aspectos técnicos, jurídicos e mercadológicos; e d) na aproximação dos empreendedores e empresas nascentes a potenciais clientes e investidores.

A definição do Ministério traz o grande diferencial das aceleradoras. Elas não só oferecem infraestrutura, consultoria, apoio e redes de contatos, mas realmente injetam capital nas *startups* que acolhem. Essa é a primeira fonte de recursos para empreendedores que vem de agentes profissionais interessados majoritariamente no retorno financeiro, e não capital próprio ou *love money*.

Via de regra, o investimento das aceleradoras acontecerá mediante simples compra de participação na *startup* na largada, ou então por direito de adquirir quotas no futuro por mecanismos de opção de compra ou de conversão de título de dívida em participação²⁰², como ocorre no mútuo conversível que será melhor explicado no decorrer do trabalho.

Pensando majoritariamente em *startups* com bases tecnológicas, aceleradoras servem para aumentar a velocidade do “crescimento de gazela” (jargão do mercado empreendedor que significa uma grande taxa de crescimento da *startup*) e do processo de industrialização da inovação tecnológica. No entanto, graças a uma limitação inerente de recursos, a maioria restringe as startups que acelera a algum setor específico de tecnologia²⁰³.

O programa nacional StartupBrasil, criado pelo Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, cria parcerias com aceleradoras para otimizar o ecossistema de inovação brasileiro. Composto por diversas etapas, o programa começa com a seleção de aceleradoras, passa para a seleção das *startups* aptas a participar e chega então à aceleração de fato. O período é de até 12 meses, com acesso dos empreendedores a infraestrutura, até R\$ 200 mil em investimento e uma rede de contatos domésticos e internacionais oferecida pelos profissionais do capital de risco, tudo em troca de uma participação minoritária na *startup*²⁰⁴.

²⁰² Op. Cit. 186.

²⁰³ Op. cit. 41.

²⁰⁴ Op. Cit. 137.

De acordo com a pesquisa de Pedro Wehrs Fernandes²⁰⁵, as cláusulas mais adotadas pelo mercado são as seguintes:

Via de regra, a aceleradora se obriga a (i) investir na *startup* mediante compra de quotas ou mútuo conversível em participação; (ii) conceder espaço físico e infraestrutura; (iii) oferecer cursos e seminários voltados às melhores práticas do empreendedorismo; (iv) oferecer apoio e aconselhamento operacional, possivelmente com assessoria administrativa, contábil e jurídica; (v) ampliar a rede de contatos das aceleradas; (vi) realizar pelo menos um dia de demonstração dos produtos das *startups* para possíveis investidores; (vii) permitir que sua participação seja comprada de volta pelo empreendedor, em preferência a terceiros (direito de preferência); e (viii) alienar suas participações em conjunto com as do empreendedor (cláusula *drag along*) se ele desejar vender a *startup*.

A aceleradora também costuma reservar os direitos de (i) preferência na aquisição das participações da *startup*, caso o empreendedor deseje alienar suas quotas ou aumentar capital; (ii) opção de compra de participação vinculada ao cumprimento de alguns marcos pré-determinados, mediante conversão do valor inicialmente aportado na forma de dívida; (iii) veto sobre algumas matérias de grande impacto na *startup*; (iv) usufruto sobre participação societária; (v) venda conjunta em caso de alienação do controle da *startup* (cláusula *tag along*); (vi) antidiluição, mediante cláusula que preveja determinação de valor mínimo de avaliação da *startup* em aumento de capital; (vii) limitar a distribuição de lucros durante o período de aceleração, obrigando o reinvestimento; (viii) opção de venda da sua participação para o empreendedor por valor simbólico, possibilitando a saída da aceleradora a qualquer tempo.

Em contrapartida, a *startup* se compromete a (i) pagar pelos serviços da aceleradora com participação ou opção de compra de participação; (ii) pagar valor correspondente ao espaço e à assessoria administrativa, contábil e jurídica, quando cabível; (iii) apresentar relatórios sobre suas atividades; (iv) transformar-se de sociedade limitada em sociedade anônima após alcançados certos marcos; (v) durante o período de aceleração: não realizar organizações societárias, não distribuir certo percentual de

²⁰⁵ Op. cit. 186.

lucros, não ceder sua propriedade intelectual e não concorrer com a aceleradora ou com outras aceleradas; (vi) comparecer aos cursos e treinamentos oferecidos pela aceleradora; (vii) comparecer ao dia de demonstração e apresentar-se aos possíveis investidores.

No exterior, percebemos que contratos de aceleração trazem o prazo médio de 3 a 4 meses²⁰⁶, mas aceleradoras brasileiras estendem essa duração para até 12 meses²⁰⁷.

Conseguimos identificar que tanto as incubadoras quanto as aceleradoras oferecem diversos recursos materiais e imateriais para novos empreendedores que, via de regra, já depletaram os recursos próprios e de *family, friends and fools*²⁰⁸. Por mais que incubadoras e aceleradoras sejam de grande ajuda para aumentar a velocidade do desenvolvimento do produto da *startup*, de acordo com Ye & Zhong²⁰⁹, elas possuem uma limitação na constituição da rede de relacionamentos que podem oferecer ao empreendedor. Nessa etapa, ele tem uma alta demanda por *networking* por se tratar da transição de uma rede pessoal (*family, friends and fools*) para uma rede impessoal (agentes profissionais).

Para mitigar essa limitação, ainda segundo os autores, algumas aceleradoras preferem se unir em grupos (*networks*) para compartilhar infraestrutura, recursos e empreendedores elegíveis aos seus programas, reduzindo também seus custos de transação. Naturalmente, essas instituições oferecem acesso a outras *startups* e a investidores, mas alguns consideram que seu alcance para tal é insuficiente para agregar à escalada da *startup*²¹⁰.

3.3.Equity Crowdfunding

As fontes de financiamento estão sempre sujeitas a novos níveis de informalidade, principalmente na era da internet. Buscando tomar máxima vantagem dessa instrumentalização, e tomando mais um passo na direção de uma participação popular

²⁰⁶ Op. Cit. 191.

²⁰⁷ Op. Cit. 186.

²⁰⁸ Op. Cit. 113, p. 65.

²⁰⁹ Op. Cit. 41.

²¹⁰ Op. cit. 41.

na captação de recursos mais democratizada, gradualmente e de forma difusa ao redor do mundo foram criadas as fundações do investimento por financiamento coletivo.

Historicamente, o *Crowdfunding* surgiu como uma “vaquinha” virtual, onde diversas pessoas poderiam doar valores, sem expectativa de retorno, a projetos que eram apresentados na internet. Evidentemente, essa captação não possuía características de mercado de capitais à época, chamada assim de *Social Lending Crowdfunding*. No entanto, alguns *players* mais tenazes viram dentro desse movimento um promissor instrumento para um ascendente mercado de capitais.

Surgiu então o *Equity Crowdfunding* ou *Investment-Based Crowdfunding*: uma forma de obtenção de financiamento participativo, colaborativo ou coletivo realizada por meio da internet. A partir de uma plataforma específica dessa ferramenta, uma ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um site a um grande número de indivíduos como uma oportunidade de investimento que gera direito de participação, de parceria ou remuneração²¹¹.

No exterior, essa modalidade alternativa de captação de recursos trouxe grandes frutos. A plataforma israelense *OurCrowd* foi responsável pela captação de US\$ 130 milhões para setenta *startups* entre 2012 e 2015²¹², sendo que até então só uma dessas investidas havia fracassado.

A oferta de participação via *Equity Crowdfunding* é coordenada por uma plataforma que atua como ponte entre investidor e empreendedor e cumpre os deveres de um coordenador: recebimento de dados econômico-financeiros do projeto, *due diligence* da documentação recebida, prestação de informações à CVM e aos investidores, entre outras. Tomando como exemplo algumas plataformas ativas no mercado brasileiro, temos *Broota*²¹³, *Eqseed*²¹⁴ e *Urbe.me*²¹⁵.

²¹¹ FGV DIREITO RIO. **Cartilha do Investimento Coletivo**: Orientações a Investidores e Gestores. *Equity Crowdfunding* no Brasil hoje. Cadernos FGV Direito Rio, Série Clínicas, Educação e Direito – volume 06, Rio de Janeiro: 2016.

²¹² PAZ-FRANKEL, Einat. VCs, Angels, Crowd Funds: Who Rules the Israeli Investment Landscape? **NOCAMELS**: 2015. Disponível em: <<http://nocamels.com/2015/06/investing-israel-startups-vcs-angels-funds/>>. Acesso em 03.04.2017.

²¹³ BROOTA. Disponível em <<https://www.broota.com.br/>>. Acesso em 28.05.2017.

²¹⁴ EQSEED. Disponível em <<https://eqseed.com/>>. Acesso em 28.05.2017.

²¹⁵ URBE.ME. Disponível em <<http://urbe.me/>>. Acesso em 28.05.2017.

Na oferta pública, o investidor comprará títulos de participação ou conversíveis em participação. Nessa segunda hipótese costumam ser estabelecidas condições suspensivas que, quando cumpridas, tornam os credores em acionistas de pleno direito. Como exemplo dessas condições, temos transformação do tipo societário de limitada para sociedade anônima²¹⁶.

A oferta pública de *Equity Crowdfunding* conta com uma concessão especial para atividades empreendedoras e emergentes. De acordo com o inciso III do art. 5º da Instrução CVM 400, norma que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, estão automaticamente dispensadas de registro as ofertas de micro e pequenas empresas, nos termos da Lei do Simples. Em termos práticos, as plataformas vêm usando essa dispensa para viabilizar a captação, já que não é mais necessária a apresentação de diversos documentos que simplesmente não fazem parte de pequenas sociedades, tal como demonstrações financeiras auditadas.

Em 2015, a CVM realizou quarenta e três dispensas de registro em ofertas de *Crowdfunding*, com uma média de captação aproximada em R\$ 525 mil, e apenas quatro ultrapassaram o montante de R\$ 1 milhão²¹⁷.

A CVM recentemente lançou o Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16 para regulamentar o *Equity Crowdfunding*, visando à ampliação e melhoramento da qualidade de instrumentos de financiamento de empresas de pequeno porte. O mercado se manifestou em diversas questões, inclusive reivindicando a blindagem da plataforma contra responsabilidade por fraudes do empreendedor que não poderiam ser detectadas por *due diligence*. Até a data do presente trabalho, a CVM ainda não havia se manifestado sobre o resultado da audiência.

Ainda que o *Crowdfunding* seja uma das modalidades de financiamento alternativo que mais se destina a *startups* sem grandes recursos, alguns autores apontam riscos para o investidor que deseja investir por essa plataforma: risco moral (*moral hazard*) de fraude pelo empreendedor.

²¹⁶ Op. Cit. 211..

²¹⁷ Op. Cit. 211.

Considerando a dispensa automática de registro da ICVM 400, percebemos que há menos rigor para ofertas de micro e pequenas empresas, situação agravada pela assimetria de informação em favor da investida, o que pode motivar alguém a simular um projeto, captar investimentos com alguns números maquiados e então alegar que o empreendimento foi infrutífero. Mais comum ainda é a possibilidade da *start up* contar com gestores virtualmente despreparados e com projeções de pouca realidade. Lord & Mirabile²¹⁸, agentes relevantes do mercado de *Venture Capital*, trazem um compilado de falhas que entendem serem inerentes ao investimento via *Equity Crowdfunding*:

You are not meeting the teams and making any kind of direct assessment;
You do not know whether anyone did any real diligence, or if done, who did the diligence; You do not know the quality of the deal lead;
You do not know who, if anyone, is putting in coaching, mentoring, and advising work;
Your class of investors may not be getting a board seat, or if they are, you do not have any connection to the person taking the seat, nor any ability to assess the value they bring;
You do not know if the deal lead has any rational plan in terms of staging capital into the company over the long term; and
You do not know what company updates or information will filter down to you, making the absolutely critical question of whether to follow on nearly impossible to assess.

A literatura econômica aponta ainda mais um problema em potencial, que é o conflito de interesse no *Equity Crowdfunding*²¹⁹, originada de uma falha de mercado conhecida como a relação principal-agente. Essa falha de mercado ocorre em relacionamento que pressupõe a existência de dois contratantes: principal (proprietário do capital) e agente (administrador do capital).

O conceito é ancestral: Adam Smith²²⁰ já dizia em 1876, na sua obra *Investigação Sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, que não se pode jamais esperar que o administrador do capital alheio empregue o mesmo grau de eficiência e vigilância que ele empregaria se estivesse gerindo seu próprio capital.

²¹⁸ LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Fundamentals of Angel Investing**. Boston: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2016.

²¹⁹ Op. cit. 39.

²²⁰ SMITH, Adam. **Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**. São Paulo: Abril Cultural, Coluna "Os Economistas", 1983. Disponível em: <<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=648134>>. Acesso em 17.06.2017.

Em decorrência direta dos problemas de agência, enfrentamos o risco moral. Em razão da posição privilegiada do agente, conforme ensina Yazbek²²¹ e Lameira²²², poderão surgir situações de conflito de interesse que poderão motivá-lo a agir em benefício próprio, até em detrimento do principal. Conseguimos elencar esses perigos em (i) informação oculta, onde as ações do agente são observáveis e verificáveis pelo principal, mas algum dado recebido pelo agente é mantido em segredo para seu próprio benefício; e (ii) ação oculta, onde nem as ações do agente são observadas e verificáveis pelo principal, tornando dificultosa eventual responsabilidade do gestor em juízo.

Um cenário desfavorável como o fenômeno da seleção adversa, que, conforme vimos no Capítulo xxx sobre o mercado de “limões”, é o mecanismo que elimina do mercado os produtos de boa qualidade porque o vendedor não consegue convencer seus consumidores de que não há algum defeito oculto. Vimos também que a falha está presente quando um mercado enfrenta dois fatores: (i) presença relevante de produtos de qualidade questionável; e (ii) insuficiência de informações para o consumidor que não tornam clara a distinção entre bens de qualidade e bens defeituosos.

Em decorrência desse cenário, o consumidor toma a postura conservadora de encarar todos os produtos ofertados como potencialmente viciados. O agente que oferece uma qualidade superior (i.e., provavelmente suportou maior custo de produção) irá migrar daquele mercado, e eventualmente só sobrarão nele as ofertas desvantajosas para o público consumidor. Levada ao limite, essa tese profetiza a extinção de tal mercado²²³.

No caso das plataformas de *Crowdfunding*, alguns entendem autores e agentes do mercado entendem que a plataforma pode apresentar risco real de ação oculta, considerando que via de regra o investidor tem pouco acesso ao processo de seleção e monitoramento das *startups* em que seu capital está sendo investido. Considerando que as plataformas são remuneradas por taxas variáveis de acordo com o volume de recursos captados para cada *startup*, já foi defendido que há conflito de interesse no sucesso da

²²¹ Op. Cit. 56.

²²² Op. Cit. 111.

²²³ Op. Cit. 74.

captação de recursos. Ou seja, a determinação da plataforma de gerar lucros poderia se sobrepor aos interesses dos seus principais, levando ao investimento em *startups* sub-ótimas pelo mero propósito de aumentar a margem da taxa variável.

Ainda que ultrapassemos o risco moral e pressuponhamos uma conduta impecável da plataforma de *Crowdfunding*, os problemas de agência não são completamente afastados. Conforme já apontado por Lord & Mirabile no estudo acima, existe uma assimetria de informação relativa quanto à *due diligence* empreendida na prospeção de empresas, se está sendo ofertado qualquer serviço de mentoria às investidas ou se a *performance* delas está seguindo o planejado.

Por fim, conseguimos identificar que o *Crowdfunding* permanece uma opção viável para *startups* em estágio embrionário, ainda que com alguns impedimentos regulatórios no cenário brasileiro e com algumas suspeitas relacionadas a incentivos econômicos levantadas por alguns autores. O *Crowdfunding* (*Equity* ou não) também é flexível ao ponto de abarcar atividades empreendedoras que visam o impacto social em paralelo a lucro dos participantes, que tiveram como pioneiro o Doutor Muhammad Yunus. Uma avaliação mais aprofundada dessas iniciativas foge ao escopo desse trabalho, por mais louváveis que sejam.

3.4.Fundos de Investimentos em Participação: Instrução CVM 578

Conforme já estudamos, os FIP's se tornaram uma excelente escolha para investidores de *Private Equity* e *Venture Capital* desde as regulamentações editadas na Instrução CVM 209 e na Instrução CVM 391. Em 2016, para modernizar e equiparar ao exterior a indústria brasileira de capital de risco, a CVM publicou a Instrução CVM 578 ("ICVM 578"), que melhorou e consolidou a regulamentação vigente sobre essa modalidade de fundo. Vejamos brevemente a estrutura desse veículo.

Fundos de investimentos no Brasil são veículos de investimento coletivo estabelecidos na forma de condomínio de bens, sem estrutura societária. Nos termos

definidos pela ANBIMA²²⁴ eles são instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto dos investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à persecução do exclusivo interesse dos participante. Um fundo de investimento é constituído por ato do seu administrador, que também aprova o regulamento (lei interna do fundo).

As espécies de fundos variam de acordo com quais ativos eles pretendem capitalizar. Alguns investem em títulos de renda fixa, outros investem em direitos creditórios, ou então em imóveis ou créditos decorrentes do mercado imobiliário, entre diversos outros. As normas regulatórias, autorregulatórias e tributárias que regem cada fundo irão variar de acordo com a classificação adotada.

Também há fundos de investimentos que são criados especificamente para adquirir títulos de participação (ações ou certificados de ações), ou conversíveis em participação (debêntures²²⁵, bônus de subscrição e outros valores mobiliários) de companhias abertas ou fechadas²²⁶. Via de regra, esses empreendimentos teriam alto potencial de sucesso ainda não alcançado, geralmente pela falta de capital, e assim valeria a pena para o agente capitalizador suprir esse déficit. Esses fundos são os FIP's, já brevemente comentados no Capítulo xxx.

O objetivo final de um FIP é vender sua participação nas empresas em que investe, via operação de fusão/aquisição (M&A) ou via IPO. Para conseguir os recursos necessários para fazer o investimento, o FIP funciona como um intermediário entre investidores e empreendedores, tendo a função de levantar capital e administrar uma carteira de investimentos privados²²⁷. Sendo assim, a vida de um FIP é um ciclo de investimento, começando em capitalizar a empresa, passando por definir uma estratégia

²²⁴ ANBIMA. **Ofício OF. DIR -022/2014**, datado de 10.06.2014, encaminhado pela Diretoria da Anbima à CVM no contexto da Audiência Pública CVM nº 4/2014, p. 23. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0114-manifestacaoAnbima_24-03-2014.pdf>. Acesso em 25.04.2017.

²²⁵ FIP's podem investir em debêntures simples até o limite de 33% do capital subscrito (art. 11, §1º da ICVM 578).

²²⁶ É verdade que também existem os fundos de investimento em ações ("FIA"), que investem em títulos de participação. A diferença consiste exatamente na estratégia de investimentos: um FIP irá capitalizar a sociedade investida com o intuito de alienar sua participação auferindo lucro, enquanto um FIA possui uma política mais voltada ao *trading* especulativo e/ou recebimento de dividendos.

²²⁷ Op. Cit. 162.

de crescimento e valorizar a participação, até que, por fim, ele consegue vendê-la auferindo lucro.

Para garantir que o objetivo seja atingido, o FIP exerce influência direta na definição da política estratégica e na gestão da investida. As forma adotadas para esse monitoramento são a indicação de membros para o Conselho de Administração, celebração de acordo de acionistas com os demais sócios da empresa, ou qualquer outra forma que garanta uma efetiva influência²²⁸.

Esse impacto na gestão da empresa aumenta a eficiência da forma com que seus recursos estão sendo dispostos, e assim as chances da participação adquirida pelo FIP se valorizar²²⁹. O uso desses mecanismos de controle é inclusive uma exigência regulatória: de acordo com art. 5º da ICVM 578, um FIP só pode investir em uma empresa se exercer tal influência (salvo se ela estiver listada em segmento especial do mercado aberto, partindo do pressuposto de que ela já está submetida a controles estritos).

Visando o cumprimento desse objetivo, o art. 8º da ICVM 578 determina que qualquer sociedade que deseje receber investimento de um FIP siga diversas e rigorosas exigências de governança corporativa²³⁰. Além de dar mais conforto aos investidores quanto à transparência de como seu capital está sendo manejado, mitigando o risco de perda²³¹ e reduzindo a assimetria de informação²³², a CVM também usa essa exigência regulatória para avançar no seu propósito de sofisticação das práticas de gestão das suas reguladas.

²²⁸ Op. Cit. 65.

²²⁹ Op. Cit. 121.

²³⁰ São elas (i) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; (ii) estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; (iii) disponibilização 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 à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; (v) no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de Bolsa de Valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e (vi) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

²³¹ Op. Cit. 121.

²³² Op. Cit. 135.

Em que pesem tais pontos positivos, as dificuldades de implementação dos padrões de governança limitam bastante o rol de possíveis investidas e pode engessar a atuação do FIP. Para tentar resolver esse problema a CVM trouxe alguns mitigadores regulatórios, os quais estudaremos mais à frente.

Por depender em última análise do sucesso econômico das empresas em que investe, conseguimos intuir que FIP's possuem um grau razoável de risco por natureza. Essa é a opinião da CVM, razão pela qual o art. 4º da ICVM 578 limita esses fundos investidores classificados como qualificados, conforme definidos pelo art. 9º-B da Instrução CVM 554²³³. Como consequência dessa sofisticação maior na política de investimento e quotistas participantes, entendemos que o FIP possui algumas características que não guardam semelhança com os seus pares.

Via de regra, de acordo com Tostes²³⁴, os fundos de investimentos tradicionais e regidos pela Instrução CVM 555 são procurados pelos investidores (especialmente de varejo) por oferecerem:

- (i) acessibilidade: há fundos com exigência de capital mínimo adequado à situação de praticamente todos os potenciais investidores;
- (ii) diversificação do risco: a política do fundo pode se destinar a diversos ativos para controle de danos (ex: 70% do patrimônio deverá ser investido no Tesouro Direto);
- (iii) profissionalismo na gestão: o investidor delega a responsabilidade de escolha de ativos para uma equipe especializada (desconsiderando eventuais problemas *process-agent*);

²³³ Art. 9º-B: São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

²³⁴ TOSTES, Vitor Sampaio. **Taxa de Performance em Fundos de Investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04**. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/19420/19420.pdf>>. Acesso em 30.01.2017.

- (iv) rentabilidade atrativa: fundos de bons gestores costumam exceder os valores de ativos mais conservadores no mercado, mesmo após o desconto das taxas de administração, *performance*, etc, conforme o caso;
- (v) liquidez: há fundos abertos, em que o resgate das cotas é oferecido a qualquer tempo (mais adequados ao investidor de varejo), e até no caso de fundos fechados, em que não é permitido o resgate antes da liquidação, essa data é pré-determinada; e
- (vi) segurança: fundos são monitorados pela regulação da CVM e autorregulação da ANBIMA, que exigem envios diários de informações, auditoria anual de demonstrações financeiras, medidas para mitigar conflitos de interesses, entre outros, e muitos contam com a proteção do Fundo Garantidor de Créditos (“FGC”).

Por outro lado, quando consideramos as características inerentes aos FIP’s, nos parece que alguns dos paradigmas apontados acabam sendo reinterpretados ou até revertidos, especialmente considerando a restrição de participação para investidores qualificados. Revisitemos cada um daqueles tópicos:

- (i) acessibilidade: o FIP não deixa de ser acessível, já que o investidor qualificado terá recursos suficientes para prospectar diversos gestores diferentes e fazer frente ao capital mínimo exigido;
- (ii) diversificação do risco: por mais que seja possível fazê-lo alocando capital em diferentes empreendimentos, o risco inerente à atividade de uma empresa é significativamente maior do que o risco de diversos outros ativos no mercado (ex: títulos do Tesouro Direto);
- (iii) profissionalismo na gestão: continua aplicável, já que FIP’s precisam de gestores capacitados para identificar e refinar oportunidades de investimentos nos diferentes setores do mercado²³⁵;
- (iv) rentabilidade atrativa: certamente continua aplicável, considerando a possibilidade de retornos expressivos nos desinvestimentos do portfólio;
- (v) liquidez: praticamente inexistente, dado que FIP’s devem ser fechados por obrigatoriedade regulatória (ressalvados casos de liquidação antecipada,

²³⁵ Op. Cit. 181.

devidamente deliberados em assembleia), e que o mercado secundário de cotas de FIP no Brasil ainda é enxuto²³⁶; e

(vi) segurança: também diverge do conceito de capital de risco, que é precisamente o *tradeoff* de abdicar da certeza de retorno dos recursos do investidor em troca da perspectiva de grandes retornos, e FIP's não são protegidos pelo FGC.

A regulação vedou por muito tempo que FIP's tomassem crédito junto a instituições financeiras (art. 35, III da antiga Instrução CVM 391). No entanto, desde a publicação da Instrução CVM 406, FIP's são autorizados a receberem apoio financeiro direto de bancos de desenvolvimento e agências de fomento (ex: BNDES e FINEP) até 30% do total dos ativos do fundo. Essa liberdade está atualmente refletida no art. 43, II da ICVM 578, que também autoriza tomada de crédito nas “*modalidades estabelecidas pela CVM*” ou para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas.

Conforme já falamos, o ciclo de vida de um FIP se divide em três grandes momentos: constituição, operacionalização, e desinvestimento/liquidação²³⁷. A etapa de constituição será consumada mediante registro na CVM, concedido automaticamente com a apresentação de diversos documentos (art. 2º, ICVM 578²³⁸).

A etapa de operacionalização envolve a prospecção de oportunidades, avaliação da capacidade da equipe envolvidos no projeto, um extenso estudo de mercado e auditoria financeira/jurídica da potencial investida (processo bastante semelhante à *due diligence* que será tratada no Capítulo xxx abaixo). Mediante resultado satisfatório, o FIP procede ao investimento via celebração do contrato, e consequente

²³⁶ Op. Cit. 136.

²³⁷ Op. Cit. 135.

²³⁸ Art. 2º O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, o qual será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações: I – ato de constituição e inteiro teor de seu regulamento, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução, acompanhados de certidão comprobatória de seu registro em cartório de títulos e documentos; II – declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 33, § 2º, se for o caso, e de que estes se encontram à disposição da CVM; III – nome do auditor independente; IV – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, todos os custos incorridos, e outras informações relevantes sobre a distribuição; V – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver; VI – qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores; e VII – o número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ.

acompanhamento da empresa no portfólio para maximizar sua produtividade e minimizar conflitos que possam apresentar riscos aos retornos esperados.

Por fim, quando o período de investimento pré-determinado no regulamento se encerra, o FIP começa o processo de desinvestimento: buscando cumprir o objetivo último de retornar lucros para os cotistas, o fundo aliena as participações que adquiriu e (se tudo deu certo) valorizou para terceiros, a um preço significativamente maior que o valor originalmente pago. Conforme o capital vai retornando ao fundo, ele poderá ser distribuído imediatamente aos cotistas ou retido até o momento de liquidação do FIP, a depender do disposto no regulamento.

3.4.1. FIP – Capital Semente e FIP – Empresas Emergentes: os Fundos *Venture Capital* brasileiros

A ICVM 578 inovou ao criar diversas formas especializadas de FIP's. O seu art. 14 traz as modalidades FIP – Capital Semente, para empresas com até R\$ 16 milhões de faturamento, e FIP – Empresas Emergentes, para empresas com até R\$ 300 milhões em receita bruta. Essas são as duas espécies voltadas para pequenas e médias empresas, ainda que não necessariamente invistam apenas nelas.

Temos também espécies para projetos maiores: FIP – Infraestrutura (FIP-IE), para empresas que têm obras de infraestrutura no seu objeto social; FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), para atividades focadas em pesquisa e desenvolvimento (“R&D”); e FIP – Investimento no Exterior, que pode alocar até 100% do seu patrimônio em ativos estrangeiros, desde que possuam a mesma natureza dos que são adquiridos por FIP's no Brasil.

Por fim, temos o FIP – Multestratégia que tende a ser para investidores mais sofisticados, e que poderá adotar qualquer estratégia e até se beneficiar das vantagens regulatórias de outras espécies, desde que siga a política de investimento correspondente.

Para fins do presente estudo, nos interessa especialmente o FIP – Capital Semente e o FIP – Empresas Emergentes, já que, com eles, conseguimos um ponto de partida

com o qual podemos ligar essa estrutura a *startups*: as duas espécies de fundos são as mais adequadas a investir em iniciativas que não são antigas no mercado e que geralmente resultam de pesquisas científicas, especialmente por questão regulatória: a CVM dispensa que esses FIP's exijam certos padrões de governança corporativa nas empresas em que eles investem.

FIP's – Capital Semente podem permitir que suas investidas não sigam nenhuma das exigências de governança listadas no art. 8º (art. 15, II da ICVM 578). Já FIP's – Empresas Emergentes só ficam dispensados de exigir das suas investidas os padrões de governança dos incisos I, II e IV do art. 8º, que são: proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; estabelecimento de um mandato unificado de até 2 anos para todo o Conselho de Administração (quando existente); e adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários (art. 16, II).

A CVM concedeu ainda mais uma exceção: FIP – Capital Semente é autorizado a investir em sociedades limitadas, ao passo que as outras espécies de FIP's, inclusive o FIP – Empresas Emergentes, só podem investir em sociedades anônimas. Considerando que *startups* passam um período razoável enquadradas no tipo societário de sociedade limitada antes de avançar para se tornarem sociedades anônimas depois de estarem razoavelmente estabelecidas (detalhamos as razões desse fenômeno no Capítulo xxx abaixo), entendemos que o FIP – Capital Semente abrange um leque de iniciativas inovadoras às quais os demais tipos não têm acesso.

Considerando apenas os critérios regulatórios, podemos partir do pressuposto que o FIP – Capital Semente torna-se a melhor espécie de fundo de investimento para participação em *startups*, especialmente para *startups* em estágio embrionário e estágio início, sendo o FIP – Empresas Emergentes uma opção subsidiária para esse objetivo. Na época do presente trabalho, havia onze FIP's – Capital Semente e doze FIP's – Empresas Emergentes registrados perante a CVM²³⁹.

²³⁹ Conforme encontrado no serviço de busca de fundos de investimentos no *site* da CVM, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/consultas/fundos/fundos.html>>. Acesso em 01.06.2017.

Conceitualmente, o objetivo da CVM com o FIP – Capital Semente e FIP – Empresas Emergentes foi exatamente criar um instituto análogo ao Fundo *Venture Capital* do exterior: um veículo de investimento em que terceiros confiam seus recursos a gestores que vão então procurar e investir em *startups* de grande potencial

Em razão da preferência por *startups*, é provável que um Fundo *Venture Capital* será formado a partir de um dos dois subtipos de FIP's relacionados acima, a depender da política desejada (com viés maior para o FIP – Capital Semente). Teoricamente, é possível que seja eleito outro subtipo, como, por exemplo, um FIP-PD&I, mas o fundo enfrentaria dificuldades regulatórias já que não seria autorizado a adquirir cotas de sociedades limitadas e só poderia investir em empresas que cumprem integralmente os requisitos de governança corporativa no art. 8º da ICVM 578.

Cabe aqui uma diferenciação: em razão da natureza do FIP – Capital Semente, ele poderá investir até em *startups* de fase pré-operacional, com produto em testes iniciais ou em processo de registro de patente²⁴⁰, ou então em fase de incubação ou aceleração, etc. Nada impede que esses FIP's – Capital Semente invistam em *startups* nesse estágio, e na prática eles investem, sendo normal um aporte de até R\$ 2 milhões nesses casos²⁴¹. No entanto, esse FIP será uma categoria própria de fonte de recursos para *startups*, sem se encaixar na categoria de Fundo *Venture Capital*. Isso porque, via de regra, Fundos *Venture Capital* investem em *startups* que já saíram do estado embrionário, como veremos mais à frente. Em outras palavras, nem todo FIP será um Fundo *Venture Capital*: não depende da forma, mas sim da política de investimento.

Fundos *Venture Capital* no exterior contam com investidores que possuem vastos recursos e com poucos resgates imediatos, que são majoritariamente fundos de pensão e universidades²⁴². Considerando que a expectativa de retorno de capital investido em um fundo dessa categoria é de dez a catorze anos²⁴³, observamos um alinhamento saudável de interesses entre esses fundos e investidores.

²⁴⁰ Op. Cit. 162.

²⁴¹ Op. Cit. 113.

²⁴² Op. Cit. 87.

²⁴³ Op. Cit. 181.

No Brasil, por outro lado, alguns gestores observam que há um desalinhamento de expectativas, em razão de uma suposta “visão de curto prazo” dos cotistas de Fundos *Venture Capital*, que é considerada um obstáculo no crescimento da indústria brasileira²⁴⁴.

Na maior parte dos países do exterior, o veículo usado para constituição de Fundos *Venture Capital* não é o fundo de investimentos, mas sim a chamada *limited partnership*²⁴⁵. Nessa estrutura, existe um ou mais agentes de papel passivo, responsáveis puramente por disponibilizar capital (chamados de *limited partners*), e um agente de papel ativo, responsável por investir esse capital em empreendimentos que ofereçam boas perspectivas e tragam lucro aos seus parceiros, tudo em troca de uma remuneração (chamado de *general partner*). Esse veículo tem natureza contratual no exterior, logo é inoponível a terceiros e eventual execução seria direcionada apenas contra o *general partner*, que fala em nome do veículo²⁴⁶.

Apesar desse ponto ser majoritariamente ignorado nos estudos sobre o assunto, é inegável que a nossa Sociedade em Conta de Participação (“SCP”), regida pelos arts. 991 a 996 do Código Civil, guarda grande similitude com a *limited partnership*: (i) temos um sócio ostensivo que conduz as atividades do objeto social (*general partner*); (ii) um ou mais sócios participantes que aportam capital para participar dos lucros e riscos do negócio (*limited partners*); e (iii) é uma sociedade sem efeito perante terceiros, o que, de acordo com Spinelli et al., leva a doutrina a discutir se na verdade ela também não teria natureza contratual²⁴⁷.

Logo, considerando que a SCP existe há mais tempo que os FIP’s, que só surgiram com a ICVM 391, graças a qual externalidade ela não se tornou um veículo de investimentos viável para o *Private Equity* e *Venture Capital* brasileiros?

²⁴⁴ LIMA, Maurício. **GP Profile**. In: ABVCAP. Inside VC: inBrazil Venture Capital. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

²⁴⁵ Op. Cit. 181.

²⁴⁶ Op. Cit. 133.

²⁴⁷ SPINELLI, Luís Felipe; SCALZILLI, João Pedro; CORRADINI, Luiz Eduardo Malta; TELLECHEA, Rodrigo. **Contrato de investimento coletivo como modalidade de sociedade em conta de participação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2013.

Em síntese, graças à Receita Federal. Devido aos seus esforços para tornar a SCP mais transparente para fins de tributação, a vantagem de usar esse veículo como um canalizador discreto de investimentos foi esvaziada. Aproveitando uma iniciativa do Poder Executivo que equiparou a SCP a pessoa jurídica para fins de recolhimento do imposto de renda (Decreto-Lei nº 2.303/86), a IN RFB nº 1.422/13 tornou obrigatória Escrituração Contábil Fiscal e impôs ao sócio ostensivo transmitir separadamente sua escrituração de pessoa jurídica com a escrituração da SCP.

Um ano depois veio a IN RFB nº 1.470/14, que tornou obrigatória a inscrição da SCP junto ao CNPJ/MF e atraindo justamente a visibilidade que uma “sociedade secreta” tentava evitar²⁴⁸. Restaram, então, os nossos FIP’s, agora regulatoriamente renovados.

A disposição da CVM de criar melhores condições para um modelo de Fundo *Venture Capital* no Brasil parece vir dos ótimos efeitos que esses fundos tiveram nas economias do exterior. Entre 1974 a 2014, companhias abertas investidas por Fundos *Venture Capital* nos Estados Unidos foram responsáveis 63% da capitalização do mercado, 38% do total de empregados e 85% do total de investimentos em R&D²⁴⁹.

A partir desses ótimos exemplos, observamos um interesse em Fundos *Venture Capital* crescendo exponencialmente por parte de acadêmicos, autoridades públicas e agentes do mercado de inovação no geral. Felizmente, a CVM estava entre os interessados quando reformulou a Instrução CVM 391. De acordo com Rodrigo Menezes, é esperado que a ICVM 578 estimule os investimentos de *Venture Capital* por ter diversificado e amplificado as possibilidades de operações²⁵⁰, principalmente com o FIP – Capital Semente.

Em um primeiro momento, poderíamos concluir que Fundos *Venture Capital* são a solução ideal para empreendedores que ainda estão em estágio inicial, afinal, temos uma classe de FIP chamada “Capital Semente”, que nos remete diretamente à ideia de

²⁴⁸ Op. Cit. 135.

²⁴⁹ GORNALL, Will; STREBULAEV, Ilya A. **The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies**. Stanford: Stanford University Graduate School of Business: novembro de 2015. Disponível em <<https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/economic-impact-venture-capital-evidence-public-companies>>. Acesso em 28.01.2017.

²⁵⁰ Op. Cit. 153.

um investimento que dê espaço para pequenas iniciativas florescerem. No entanto, não nos parece que é esse o caso.

Fundos *Venture Capital* atuam em uma parte “meio-termo” da vida da *startup*, evitando tanto o estágio inicial em que as tecnologias são incertas e as necessidades do mercado são desconhecidas, quanto o estágio avançado em que ritmos de crescimento diminuem drasticamente²⁵¹, situação também presente no Brasil²⁵². Temos diversos problemas que motivam esse comportamento:

Primeiramente, Fundos *Venture Capital* são investidores institucionais, normalmente de bancos ou gestores patrimoniais independentes (*wealth management assets*). Os administradores de recursos desses fundos não estão investindo capital próprio, mas sim de terceiros. É uma estrutura que convida os clássicos problemas econômicos da relação principal-agente, aqueles decorrentes do conflito de interesse entre o administrador do recurso de terceiros e o proprietário desses recursos (Capítulo xxx acima). No caso específico do fundo de investimento, temos a questão da remuneração do gestor que é atrelada à *performance*.

Entendamos a natureza dessa remuneração: via de regra, seu cálculo é pelo sistema “2-and-20”: uma taxa de administração de 2% (dois por cento) anuais fixos²⁵³ e uma taxa de *performance* (chamada pelo mercado de “*carry*”) de 20% (vinte por cento) sobre os lucros auferidos nos seus investimentos. O custo da taxa de administração pode ser alto a depender do volume de recursos administrados, mas não há dúvida que a taxa de *performance* (quando as investidas tiverem sucesso) é de onde vem o prêmio real do gestor (THIELE, 2012).

Inclusive, de acordo com artigo na revista *The Economist*, o sistema “2-and-20” vem sendo questionado pelo mercado em razão de virem ocorrendo diversos fracassos na indústria, e os investidores com maior poder de negociação vêm reduzindo o

²⁵¹ ZIDER, Bob. **How Venture Capital Works**. Cambridge: Harvard Business Review, 1998. Disponível em: <<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>>. Acesso em 08.06.2017.

²⁵² Op. Cit. 164.

²⁵³ A natureza da taxa de administração é de custo fixo para manter o fundo funcionando, mas, na prática pode ir muito além: um Fundo *Venture Capital* que rende US\$ 200 milhões pode trazer US\$ 4 milhões apenas a título taxa de administração (THIELE, 2012).

percentual que estão dispostos a pagar para até 1,4% na taxa de administração e 17% na taxa de *performance*²⁵⁴.

Considerando esse modelo de remuneração variável, há autores que defendem a possibilidade de alguns gestores serem incentivados a determinar levantamentos excessivos de capital ou decisões de investimento e desinvestimento que não são tão eficientes quanto poderiam ser, em um esforço para maximizar a taxa de *performance*²⁵⁵. Essa relação é bem análoga ao clássico problema da relação entre acionista e administrador de uma companhia²⁵⁶. Considerando os interesses conflitantes entre gestores e cotistas, estaremos diante variáveis econômicas e variáveis comportamentais que impedem a ação completamente racional dos agentes envolvidos.

O gestor do Fundo *Venture Capital* também enfrenta risco de imagem no seu ofício. A obrigação aos seus investidores é refletida no momento de definir em quais empreendimentos ele investirá o capital alheio. Por mais que seja da natureza desses fundos a assunção de alto risco, um portfólio com muitos fracassos irá condenar a reputação da instituição e do gestor responsável no mercado.

Ultrapassados os problemas de agência, o gestor ainda enfrenta pressões referentes à própria estrutura do fundo: consideramos que ele ainda precisará investir grandes valores em períodos curtos para garantir os retornos prometidos aos investidores²⁵⁷, e também porque o processo de *due diligence* desses fundos é muito alto, logo investir pequenos valores simplesmente não vale a pena²⁵⁸. Em 2016, o valor médio investido nos Estados Unidos por operação foi de US\$ 15,3 milhões²⁵⁹, um valor muito elevado que só *startups* que já estão em estado produtivo e razoavelmente avançado têm “apetite” para receber. Dessa forma, o escopo de potenciais investidas é bem reduzido.

²⁵⁴ THE ECONOMIST. **Down to 1.4 and 17**. Publicado em: 08.02.2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21595942-cost-investing-alternative-assets-fallingslowly-down-14-and-17>>. Acesso em 09.06.2017.

²⁵⁵ Op. Cit.87.

²⁵⁶ No caso brasileiro, por mais que tenhamos a norma do art. 153 da Lei 6.404/1976, segundo o qual o administrador deverá exercer sua função como se estivesse dirigindo seu próprio negócio, são recorrentes os casos de abuso da administração por conflito de interesse.

²⁵⁷ Op. Cit. 43.

²⁵⁸ Op. Cit. 181.

²⁵⁹ Op. Cit. 160.

Na verdade, o próprio gestor já é um recurso escasso e de pouca oferta no mercado. Um administrador de recursos de Fundo *Venture Capital* precisa de *expertise* que é raramente encontrada em profissionais do mundo financeiro para prospectar, selecionar e monitorar empreendedores. Considerando que 70% do tempo do gestor é dedicado ao acompanhamento de empresas que já são suas investidas, e que a duração média do investimento será de 10 a 14 anos, não há muito mais horas do dia para ele dedicar ao prospecto ou ao monitoramento de novos empreendimentos²⁶⁰.

Quando observamos todas essas divergências nós conseguimos concluir que Fundos *Venture Capital* procuram e devem manter seu foco estratégico em empreendedores que já estão no final do estágio inicial ou já ingressaram no estágio de expansão, já havendo passado por pelo menos uma rodada de investimento. Em 2015, o valor médio investido por operação por Fundos *Venture Capital* americanos foi de US\$ 13,4 milhões, e por fundos israelenses foi de US\$ 8,1 milhões²⁶¹. Já o investimento médio de Fundos *Venture Capital* brasileiros em 2015 foi na média de R\$ 12 milhões, havendo 96 operações ao todo²⁶².

Conseguimos perceber, pelo menos por enquanto, que essa é a média que se mantém no exterior. No primeiro trimestre de 2017, o valor médio investido por operação de Fundos *Venture Capital* americanos foi de US\$ 12,2 milhões, e por fundos europeus foi de US\$ 5,45 milhões²⁶³.

Por fim, Fundos *Venture Capital* não são completamente aversos a empreendedores de estágio embrionário, mas a restrição é bem presente. Entre 1997 e 2007, Fundos *Venture Capital* americanos investiram apenas 2% do seu patrimônio comprometido em *startup* em estágio embrionário²⁶⁴. Já entre 2007 e 2015, esse percentual foi de 4%²⁶⁵. Dessa forma, conseguimos concluir que esses fundos não são

²⁶⁰ Op. Cit. 181.

²⁶¹ Op. Cit. 123.

²⁶² Op. Cit. 147.

²⁶³ Op. Cit. 160.

²⁶⁴ WILTBANK, R., & BOEKER, W. **Returns to angel investors in Groups** (2007). Disponível em: <<http://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/229628.pdf>>. Acesso em 04.01.2017.

²⁶⁵ Op. Cit. 123.

alternativa completamente viável para *startups* que ainda estão no seu estágio embrionário, e talvez até no estágio inicial, dependendo do caso concreto²⁶⁶.

3.4.2. Fundos *Corporate Venture*

Para muitos, é automática a ligação entre inovação e pequenas *startups*, ou ao menos a dissociação entre inovação e companhias grandes e tradicionais. Eric Ries²⁶⁷ desafia esse senso comum, declarando que o tempo que qualquer empresa tem para aproveitar sua posição de liderança no mercado está cada vez menor. Essa instabilidade impede até grandes companhias de se contentarem com letargia, devendo investir em inovações para conseguir sobreviver à concorrência.

Ainda nas palavras do autor, “*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*”.

Com as ideias de Eric Ries, conseguimos desconstruir dois conceitos: (i) *startups* não são apenas pequenas empresas, mas qualquer instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços lidando com condições de extrema incerteza; e (ii) empreendedores não são só fundadores de empresas inovadoras, mas qualquer agente que está implementando uma iniciativa no contexto do seu próprio meio. Com isso em mente, um funcionário de uma grande companhia que tenta desenvolver uma inovação correndo grande risco para si ou para a empresa é um empreendedor (chamamos esse agente de *intraempreendedor*), e sua atividade é uma *startup* dentro da companhia²⁶⁸.

Uma grande companhia pode perseguir a inovação de diversas formas internamente. A primeira forma é a criação de um setor específico para desenvolver seu produto, sua organização, logística, distribuição, divulgação, etc, em proporções arriscadas para a atividade. Esse nível de internalização, no entanto, pode envolver

²⁶⁶ Novamente, em razão dessa preferência, não consideramos como Fundo *Venture Capital* um FIP que tenha como foco *startups* incipientes.

²⁶⁷ Op. Cit. 29.

²⁶⁸ Op. Cit. 29.

grandes custos de transação (capital e tempo) em tarefas como procura de profissionais²⁶⁹.

Uma segunda opção para a companhia é começar a interagir com empresas que estão com projetos de grande disrupção enquanto elas são só *startups*²⁷⁰. É nesse segundo método que iremos nos debruçar: atividade chamada de *Corporate Venturing*. No racional de uma companhia dedicada ao empreendedorismo, se ela tem acesso a inovações disruptivas que pode agregar à sua produção e reduzir seus custos, ela consegue grande vantagem concorrencial sobre os seus competidores²⁷¹.

Desde 1960 grandes corporações vêm ingressando no mundo de *Venture Capital* para se destacar em seus mercados, ganhar visibilidade para os seus produtos e conseguir mais lucros em paralelo²⁷². Atualmente, no entanto, o movimento parece estar em um dos seus pontos mais altos. No primeiro trimestre de 2017, de acordo com relatório da PwC²⁷³, companhias e seus Fundos *Corporate Venture* participaram em quase 30% dos investimentos de capital de risco a nível global (especialmente na Ásia, onde a participação dessas entidades chegou a 41%), uma média que tem crescido desde que batia 20% em 2015. Em 2016, o valor total das 1.069 operações que envolviam investidores *Corporate Venture* chegou a US\$ 30,3 bilhões²⁷⁴.

A maneira tradicional com que companhias implementam *Corporate Venture* é a constituição de um fundo de investimento (na estrutura de *limited partnership*) em que

²⁶⁹ LERNER, Josh. **Corporate Venturing**. Harvard Business Review, outubro de 2013. Disponível em: <<https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁷⁰ Ibidem.

²⁷¹ Op. Cit. 153.

²⁷² KAUFFMAN FOUNDATION. **Corporate Venture Capital (CVC)**. Kansas: Ewing Marion Kauffman Foundation, 2016. Disponível em: <<http://www.kauffman.org/microsites/state-of-the-field/topics/finance/equity/corporate-venture-capital>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁷³ Op. Cit. 160.

²⁷⁴ Op. Cit. 46.

elas mantêm o poder de gestão²⁷⁵, mas algumas também preferem realizar o investimento em *startups* diretamente²⁷⁶, de acordo com McCahery & Vermeulen²⁷⁷.

Esses fundos vêm sendo extremamente relevante na indústria global do capital de risco, até mesmo em tempos nos quais Fundos *Venture Capital* tradicionais não estão aquecidos. Seguindo melhores práticas, um Fundo *Corporate Venture* pode ser tão ágil e sofisticado quanto os melhores Fundos *Venture Capital*²⁷⁸, e uma grande razão para isso é todo o arcabouço de *expertise* oferecido pela companhia-mãe ao Fundo *Corporate Venture* nas suas relações com as *startups*²⁷⁹.

Um Fundo *Corporate Venture*, em comparação ao departamento de R&D tradicional de sua companhia-mãe, tem as vantagens de conseguir (i) ajustar a companhia de forma mais rápida, mais flexível e menos custosa a mudanças na tecnologia e modelos de negócios na sua área de atuação; (ii) monitorar o mercado de forma mais próxima, conseguindo ficar atento para ameaças concorrenciais: se o fundo investir em uma inovação e ela for um sucesso, ele estará à frente dos seus competidores, e, se for um fracasso, seu modelo tradicional pré-existente será revalidado aos olhos do mercado; e (iii) encerrar rapidamente projetos que já demonstram ser infrutíferos, com a mesma agilidade que qualquer outro capitalista de risco²⁸⁰.

Em estudo de Chemmanur, Loutskina & Tian²⁸¹ sobre *startups* que atingiram seu IPO (mas que eles entendem ser extensível a todo o mercado), foi indicado que *startups*

²⁷⁵ A companhia-mãe que deseja investir em capital de risco pode aportar recursos em um Fundo *Venture Capital* de terceiros, como se investidor particular fosse, ou então constituir um fundo específico de sua propriedade. Considerando uma companhia que não tem experiência prévia no ramo, seria prudente investir em Fundo *Venture Capital*, ou então buscar no mercado um gestor com *background* satisfatório na área de atuação em que ela busca investir. In: KOKRON, Carlos. **The View from a Global Corporate Venture**. In: ABVCAP. *Inside VC: inBrazil Venture Capital*. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

²⁷⁶ Desse ponto em diante, quando nos referirmos a “Fundos *Corporate Venture*”, estaremos falando *lato sensu* de qualquer instrumento usado pela companhia para o investimento (como aporte direto), e não apenas do fundo de investimento propriamente dito, salvo quando eventuais comentários forem somente aplicáveis à estrutura de fundo.

²⁷⁷ Op. Cit. 78.

²⁷⁸ Op. Cit. 269.

²⁷⁹ CHEMMANUR, Thomas J.; LOUTSKINA, Elena; TIAN, Xuan. **Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation** (minuta para discussão). Boston, 2013. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/paper/CVC.pdf>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁸⁰ Op. Cit. 269.

²⁸¹ Op. Cit. 279.

investidas por Fundos *Corporate Venture*, em comparação a *startups* investidas por Fundos *Venture Capital*, tendem a ser: (i) mais inovadoras; (ii) mais arriscadas; (iii) mais caras para fins de despesas com R&D; (iv) pouco maiores; e (v) mais rápidas para atingir seus primeiros investimentos de fundo profissional e para chegarem aos seus IPO's. Por outro lado, de acordo com o mesmo estudo e também com McCahery & Vermeulen²⁸², *startups* investidas por Fundos *Corporate Venture* também tendem a ser menos lucrativas.

Esse maior apetite para risco de Fundos *Corporate Venture*, ainda de acordo com o estudo, é devido a estruturas propícias de organização e recompensa; já que eles (i) são constituídos como subsidiárias (as estrangeiras sob modelo de *limited partnership*) da companhia-mãe, com vínculos contratuais que obrigam prazos mais longos de dez anos ou mais e um ciclo de investimentos mais longo; (ii) perseguem os objetivos estratégicos da companhia, geralmente com mais dedicação do que os objetivos diretamente financeiros; e (iii) seus gestores não são remunerados por taxa de *performance*, mitigando assim os tradicionais riscos de agências de Fundos *Venture Capital*.

Esse último item especialmente pode ser um problema, já que o gestor de um Fundo *Corporate Venture* terá as mesmas competências técnicas que um gestor de um Fundo *Venture Capital*, mas ainda ganhará muito menos, possivelmente incentivando sua deserção para gerir fundos independentes ou para tomar posturas mais aversas a risco. Nessa linha, o ideal para o gestor de Fundo *Corporate Venture* seria uma remuneração variável de acordo com a *performance* da companhia-mãe, mas também de acordo com a *performance* do portfólio²⁸³.

Também podemos identificar em McCahery & Vermeulen²⁸⁴ outros possíveis obstáculos para a plena atuação de Fundos *Corporate Venture*, que, possivelmente, influenciam na já apontada melhor rentabilidade de *startups* investidas por Fundos *Venture Capital*:

²⁸² Op. Cit. 78.

²⁸³ Op. Cit. 269.

²⁸⁴ Op. Cit. 78.

- (i) investimentos feitos com objetivos financeiros e estratégicos pelo mesmo fundo podem levar a uma confusão de políticas na companhia-mãe;
- (ii) falta de experiência dos seus gestores em comparação aos de Fundos *Venture Capital*, possivelmente levando a decisões de investimento ineficientes e impasses no relacionamento com o empreendedor;
- (iii) falta de acesso ao *networking* do mercado de *Venture Capital*, limitando envolvimento nas melhores oportunidades de *startups*; e
- (iv) administração de interesses na posição de minoritário pode representar problemas do ponto de vista contábil ou até antitruste; e
- (v) linhas hierárquicas dentro da companhia-mãe podem pressionar pela descontinuidade do programa diante de alguns fracassos de investidas.

A alta assunção de risco pelos Fundos *Corporate Venture* ajuda a desconstruir a associação tradicionalmente feita entre grandes companhias e alto conservadorismo na estratégia de negócios (as próprias palavras “*Corporate*” e “*Venture*” são um tanto desalinhadas). Considerando a natureza do capital de risco, uma companhia-mãe que incentivar uma postura aversa ao risco pelo gestor do fundo (seja pelo temor a penalidades por fracassar, seja pela falta de incentivos adequados para o sucesso) poderá ter poucos resultados satisfatórios no seu objetivo último de agregar inovação às suas atividades²⁸⁵.

Conseguimos notar que os objetivos de Fundos *Corporate Venture* são alinhados, via de regra, com os objetivos estratégicos de suas companhias, visando incorporar os benefícios da inovação da *startup* dentro do seu próprio negócio no futuro (ex: melhorando qualidade do seu produto, aumentando eficiência da industrialização e/ou cortando despesas). De acordo com Chemmanur, Loutskina & Tian²⁸⁶, o capital intelectual da companhia também permite que a inovação da *startup* seja aproveitada com mais eficiência para fins de internalização.

Por essas razões, quando investidores externos veem uma *startup* investida por Fundo *Corporate Venture*, eles já esperam que essa *startup* seja comprada pela

²⁸⁵ Op. Cit. 269.

²⁸⁶ Op. Cit. 279.

companhia por trás, e a um preço atraente²⁸⁷. No entanto, essa qualidade pode ser ambivalente, já que startups podem temer que aceitar recursos de Fundos *Corporate Venture* limite as suas opções de desinvestimento, bem como podem apresentar “sinalizações negativas” para outros investidores se a companhia-mãe decidir não continuar participando das futuras rodadas de capitalização²⁸⁸.

Em paralelo, esses investimentos também podem trazer retornos financeiros razoáveis, mas que funcionam como um “bônus” de uma atividade voltada para a captura de ideias que podem vir a moldar o destino da companhia-mãe²⁸⁹. Entendemos que esse objetivo costuma ser subsidiário em relação ao estratégico: já foi observado que Fundos *Corporate Venture* conseguem mais ganhos de *startups* cujas inovações são alinhadas com os objetivos estratégicos da companhia-mãe, tomando como critérios uma chance maior das investidas conseguirem IPO’s, produzirem maior número de patentes e terem melhores cotações em bolsa²⁹⁰.

Falando em termos de eficiência de alocação de recursos, uma companhia hipotética de tecnologia consegue reduzir despesas se investir cedo em uma *startup* cujo objeto e proposta de negócio parecem promissores para suas próprias atividades (ex: um *software* que aumenta a eficiência da sua produção). Considerando que a companhia quer a inovação para si, caso não participe da *startup* tão cedo quanto possível, a alternativa seria esperar e, caso a ideia da *startup* tenha sucesso, fazer uma oferta de aquisição pela empresa já em estado mais avançado com um preço mais alto, especialmente para remunerar o risco tomado pelos investidores que já aportaram capital nela em etapas anteriores²⁹¹.

²⁸⁷ Op. Cit. 269.

²⁸⁸ Op. Cit. 78.

²⁸⁹ Op. Cit. 269.

²⁹⁰ GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives and Complementarities**. In: MORCH, Randall K. Concentrated Corporate Ownership. Chicago: University of Chicago Press, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c9004.pdf>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁹¹ O conceito de um grande *player* do mercado comprar uma *startup* por razões estratégicas e/ou concorrenciais é bem introduzido por McKaskill (In: MCKASKILL, Tom. **An Introduction to Angel Investing**. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-_Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33>. Acesso em 09.05.2017) e está melhor detalhado no Capítulo xxx abaixo.

Alguns dos Fundos *Corporate Venture* mais ativos nos Estados Unidos incluem Google Ventures, Comcast Ventures, Intel Capital, GE Venture e Salesforce Ventures, havendo também novas companhias entrantes como Campbell Soup Company, Jetblue, Sesame Street, Kellogg Company e Airbus²⁹². Em paralelo, também temos Fundos *Corporate Venture* relevantes na Europa, como GSK Venture Fund e Robert Bosch Venture Capital²⁹³.

Pensando em Fundos *Corporate Venture* que operam no Brasil, ótimo exemplo é o Grupo Telefónica, que constituiu o “*Telefónica Open Future_*”, programa de inovação em nível global. Dentro dele, temos (i) Amérigo, rede de oito fundos de investimento em capital de risco geridos por co-investidores públicos e privados, que já investiu em 80 *startups* e criou cerca de 2.000 postos de trabalho; (ii) Telefónica Ventures, fundo de investimento gerido pela própria companhia e que já investiu em 17 *startups* na Europa, Estados Unidos e Israel; (iii) Wayra, aceleradora de *startups* que já atua no Brasil e outros nove países, e que já investiu até hoje em mais de 500 *startups*; e (iv) outras iniciativas²⁹⁴. Ao final de 2016, o Grupo Telefónica tinha € 166 milhões distribuídos em 1.532 *startups* e já haviam recebido € 40 milhões na forma de retornos financeiros pelos investimentos²⁹⁵.

Por fim, conseguimos perceber o relevante papel que Fundos *Corporate Venture* vêm exercendo na indústria global da inovação. De acordo com Carlos Kokron²⁹⁶, vice-presidente e diretor da Qualcomm Ventures, o capital de risco brasileiro só tem a ganhar com o advento do *Corporate Venture*, tanto nacional quanto estrangeiro (como a própria Qualcomm, cujo braço de capital de risco chegou em 2013).

²⁹² Op. Cit. 48.

²⁹³ CRUNCH BASE. Disponível em: <<https://www.crunchbase.com/organization/roche-venture-fund#/entity>>. Acesso em 08.06.2017.

²⁹⁴ TELEFÓNICA. Disponível em: <<http://www.telefonica.com.br/servlet/Satellite?c=Page&cid=1386090998967&pagename=InstitucionalVivo%2FPPage%2FTemplateConteudo>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁹⁵ TELEFÓNICA. Disponível em: <<http://www.telefonica.com.br/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1385589432600&ssbinary=true>>. Acesso em 07.06.2017.

²⁹⁶ KOKRON, Carlos. **The View from a Global Corporate Venture**. In: ABVCAP. Inside VC: inBrazil Venture Capital. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

Segundo Menezes²⁹⁷, temos em média mil companhias com setores de *Corporate Venture* atuando globalmente e diversas empresas brasileiras têm cumprido papel na indústria da inovação seguindo esse modelo. Fundos *Corporate Venture* continuam sendo guiados e atraídos pelo ideal descrito por Lerner²⁹⁸: *the breakthrough idea that changes everything*.

Por fim, tais fundos possuem um critério semelhante a Fundos *Venture Capital* no que tange ao tamanho mínimo da investida. Em outras palavras, *startups* em estágio embrionário ou que chegaram recentemente ao estágio inicial poderão não interessar Fundos *Corporate Venture*, que estarão mais atentos a *startups*.

4. NATUREZA DO INVESTIMENTO ANJO: ENTENDIMENTOS PRELIMINARES

4.1. Definição e nascimento do instituto no exterior: Estados Unidos e Europa

Diante de todos os instrumentos e fontes de captação de recursos que vimos até agora, começamos a perceber que existe um *gap* para *startup* em estágio embrionário que já depletaram os seus recursos iniciais, que podem ter vindo de capital próprio dos fundadores, *family, friends and fools*, aceleradoras e incubadoras. Nesse ponto, a *startup* pode ainda não haver conseguido capital suficiente para tornar seu empreendimento possível, e em tal etapa ela ainda não está atraente o suficiente para Fundos *Venture Capital* e *Corporate Venture*. Falamos aqui do “vale da morte”, já comentado anteriormente no Capítulo xxx.

As razões para a estagnação nessa etapa são: *family, friends and fool* via de regra só agregam valor na forma de (limitado) capital. Aceleradoras sustentam uma *startup* com *survival money*, mas por pouco tempo e, de acordo com Ye & Zhong²⁹⁹, limitado poder de *networking*. Plataformas de *Equity Crowdfunding* ainda não são reguladas no Brasil e diversos autores apontam problemas de agência e assimetria de informação.

²⁹⁷ Op. Cit. 153.

²⁹⁸ Op. Cit. 269.

²⁹⁹ Op. Cit. 41.

Esse *gap* em que caem as *startups* mais jovens pode não ser considerado uma falha de mercado por si só, mas certamente é resultado de uma série delas: (i) assimetria de informação enfrentada pelo investidor, já que o empreendedor está em um estágio embrionário³⁰⁰ sem um ambiente regulado; (ii) seleção adversa, na medida em que o mercado de empreendedores se esvazia como consequência da falha anterior; (iii) altos custos de transação (conceito clássico da Análise Econômica do Direito³⁰¹) envolvidos na elaboração de contratos complexos que assegurem retornos compensatórios ao investidor por prender seu capital por anos sem resgate; e (iv) problemas de agência, no caso de agentes que investem recursos de terceiros³⁰².

Juntamos isso à falta de apetite que mercados de dívida têm para apostar em empresas com pouco ou nenhum ativo monetizável para oferecerem como garantia de eventual liquidação em um processo concursal. Como já vimos, o diferencial dos empreendedores é o *knowledge-based capital* (capital humano, intelectual e organizacional), que são ativos inseparáveis e intransferíveis entre partes³⁰³. Logo, empréstimos bancários não se sustentam como alternativa viável.

Diante todos esses obstáculos para financiamentos, surge a questão: como um empreendedor pode superar a etapa de estágio embrionário e atingir a etapa de estágio inicial, na qual ele terá melhores chances de receber investimentos mais substanciais de Fundos *Venture Capital* ou *Corporate Venture*? Algumas das maiores companhias abertas no mercado de ações atual, como Facebook, Amazon, eBay e Microsoft, nasceram sem grandes ativos em balanço, e ainda assim superaram os antigos monopolistas e dominaram seus mercados. Como elas abriram venceram o vale da morte?

³⁰⁰ SCHAFER, D. **How important is the venture capital industry? An assessment based on a comparison of the U.S. and the german financial systems** (2011). Disponível em: <<http://www.aicgs.org/site/wp-content/uploads/2011/10/schaefer.pdf>>. Acesso em 19.04.2017.

³⁰¹ A primeira definição de custos de transação foi dada por Kenneth Arrow há quase cinquenta anos atrás como o custo de se navegar no sistema econômico. Conforme aprofundado por Williamson, custos de transação são os recursos despendidos para (i) se identificar e medir os preços e custos relevantes, que nem sempre são identificáveis; (ii) negociação e estabelecimento dos acordos/contratos entre agentes; e (iii) fiscalização e enforceability das transações. In: WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. Londres: Free Press, 1985. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a4d6/1a75c4b99d414084cc84f404e5dd259b903b.pdf>>. Acesso em 24.05.2017.

³⁰² WILSON, Karen. **Policy Lessons from Financing Innovative Firms**. Paris: OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, nº 24, OECD Publishing, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>>. Acesso em 19.04.2017.

³⁰³ *Ibidem*.

Observando que essas perguntas atormentam *startups* ao redor do mundo, alguns pioneiros decidiram que o caminho mais certo (e lucrativo) para o desenvolvimento econômico não poderia ser negligenciado. Por mais que o risco fosse grande e multifacetado, com a sombra constante da falta de garantia, incapacidade operacional, rejeição do produto inovador pelo mercado, ou outros, o potencial de lucro exponencial atraiu o olhar dos primeiros investidores anjos: agentes que preenchem o que outros evitam no mercado da inovação, capitalizando iniciativas que ainda não atingiram os estágios mínimos preferidos por outros do mercado de *Venture Capital*³⁰⁴.

Alguns estudos sobre o tema indicam que os primeiros investidores anjos remontam ao início do século XX nos Estados Unidos³⁰⁵. Esses primeiros anjos investiam vultosas somas de capital para produções teatrais na *Broadway* talvez pelo apelo social de serem chamados de grandes mecenas das artes (ou apenas mais dinheiro do que sabiam como gastar na época).

A partir da compra de participação dos organizadores de eventos, os investidores assumiam o risco dos empreendimentos e havia chance de não receberem de volta sequer o valor aportado. Para mitigar esse risco, eles implementavam outro elemento característico do instituto: a influência maximizadora de lucros na administração da sociedade investida. Ao invés de tomar uma posição passiva, de mera expectativa de retorno, o investidor dava suporte à execução do evento para assegurar o sucesso financeiro.

É possível também que alguns investidores já se chamassem de anjos em tempos mais remotos, de acordo com alguns autores: no século XV, a Rainha Isabella I da Castila financiou a expedição de Cristóvão Colombo. No século XIII, investidores anjo capitalizaram as jornadas de Marco Polo em troca de 75% dos seus lucros. Nos séculos XIX e XX, Henry Ford e Alexander Graham Bell também se capitalizaram pelo

³⁰⁴ WETZEL, William E. Jr. **Angels and Informal Risk Capital**. Cambridge: MIT Sloan Management Review, 24:4, pp. 23-34, 1987.

³⁰⁵ Op. Cit. 113, p. 28-29.

investimento anjo. No caso de Ford, cinco investidores aportaram um valor inicial de US\$ 41,5 mil dólares e 15 anos depois aquela participação valia US\$ 145 milhões³⁰⁶.

A partir dessas histórias, foi sendo gradualmente traçada a natureza do investidor anjo: ele não seria um investidor institucional, mas sim informal. Não seria afixado em ativos e garantias, mas no risco e chance real de retornos exponenciais por patrocinar uma atividade empreendedora e destrutiva da economia estática. Seguindo o ideal de Schumpeter³⁰⁷, esses agentes misteriosos seriam a fonte de capital atraída por terceiros que impulsionaria a inovação.

4.2. Definição, perfil e expectativa do investidor anjo

Conceitualmente, investidores anjos são agentes com grande patrimônio que financiam *startups* de alto potencial, na forma de participação direta ou de dívida conversível em participação³⁰⁸, agindo também como mentores da equipe fundadora³⁰⁹. Majoritariamente, os próprios anjos são ex-empresários que desejam recapturar a emoção de impulsionar um negócio ao sucesso e auferir lucros exponenciais no processo³¹⁰, investindo sozinhos ou em grupos e associações³¹¹.

Esses homens de negócio excepcionais não se limitam a meramente investir seu capital, mas também agregam seu conhecimento comercial e rede de contatos para as iniciativas que considerarem dignas de atenção³¹². Considerando especialmente que muitos já foram empresários - em estudo de Wiltbank & Boeker³¹³, 85% dos anjos pesquisados tiveram pelo menos três anos de experiência empreendedora, e a média era

³⁰⁶ MORRISSETE, Stephen G. **A profile of Angel Investors**. The Journal of Private Equity, vol. 10, nº 3, pp. 52-66. Nova York, Institutional Investor Journal: 2007.

³⁰⁷ Op. Cit. 2.

³⁰⁸ SHANE, Scott. **The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures**, SBA Office of Advocacy (2008). Disponível em: <http://signallake.com/innovation/AngelInvestingSept08.pdf>. Acesso em 31.03.2017.

³⁰⁹ Op. Cit. 136.

³¹⁰ Op. Cit. 306.

³¹¹ BONINI, Stefano; CAPIZZI, Vincenzo; VALLETTA, Mario; ZOCCHI, Paola. **Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process. Bonini, Stefano and Capizzi, Vincenzo and Valletta, Mario and Zocchi, Paola, Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process**. Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2856478>. Acesso em 30.04.2017.

³¹² Op. Cit. 86.

³¹³ Op. Cit. 264.

de 14,5 anos por anjo - podemos dizer que eles investem o produto material e imaterial dos seus sucessos passados para construir novos sucessos.

Esse é o ciclo virtuoso de empreendedores que geram investidores que geram empreendedores. Por essa razão, o investimento de anjos é chamado no mercado de inovação de “*smart money*”. Sendo movidos por ambição e paixão, os anjos entram em um mundo de investidores, conselheiros, fundos, bancos, contadores, advogados, universidades e empreendedores, todos ligados por uma economia escondida voltada à inovação³¹⁴.

Quando consideramos a existência dos investidores anjos, o *gap* de financiamento para empreendedores em estado embrionário apontado por Wetzel³¹⁵ passa a não ser tão abissal. Temos agora um grupo de investidores dispostos a correr o risco de um empreendimento que não está totalmente estabelecido, mas que já depletou recursos próprios e de família e amigos (ainda que nem todos os anjos assim prefiram estados tão incipientes, como veremos no Capítulo xxx abaixo).

Conseguimos de plano esclarecer a primeira diferença do investidor anjo para a primeira fonte de captação de recursos: quase toda a literatura econômica e jurídica conceitua o anjo como “investidor informal”, tal como Morrisette³¹⁶ e Wilson³¹⁷. De fato, todo anjo é investidor informal, mas nem todo investidor informal é anjo, conforme ensina Scott Shane³¹⁸. Os Três F’s, *Family, friends and fools* (Capítulo xxx acima), também são agentes que investem seu próprio capital sem intermediação financeira, mas enquanto esse grupo capitaliza o empreendedor por razões extraeconômicas (afetivas, por exemplo), anjos investem com objetivo principal de multiplicar seu patrimônio.

Anjos também não se limitam a setores específicos. Em que pese os exemplos mais marcantes que lembramos ao pensarmos em *startups* (Facebook, Google, Apple), e até alguns autores delimitarem a atuação dos anjos a bases tecnológicas, o investimento

³¹⁴ Op. Cit. 181.

³¹⁵ Op. Cit. 304.

³¹⁶ Op. Cit. 306.

³¹⁷ Op. Cit. 302.

³¹⁸ Op. Cit. 307.

anjo abrange qualquer segmento negocial. Na verdade, eles costumam optar pela área comercial em que possuem mais *expertise* e vivência³¹⁹, passando por grandes variedades como biotecnologia, varejo, finanças, tecnologia da informação, farmacêutica, infraestrutura, construção civil, e muitas outras. Em 2015, o capital anjo investido nos Estados Unidos estava alocado nos seguintes setores principais:

Tabela I: capital anjo nos Estados Unidos distribuído em setores

Sector	Software	Healthcare	Industrial/Energy	Retail	Media	Biotech
Deals	28%	21%	12%	8%	7%	6%

Fonte: SOHLS, Jeffrey. *Center of Venture Research, 2016.*³²⁰

Essa versatilidade de mercados é, inclusive, mais um diferencial em relação a outras fontes de captação de recursos, já que o filtro não consiste na área de atuação, mas sim no potencial de lucratividade. Anjos podem investir em uma franquia local de McDonald's, pista de patinação, restaurante da moda ou um cinema "cult", e já estarão cumprindo o único requisito: agentes privados que investem seu próprio capital. Por outro lado, Fundos *Venture Capital* são muito mais restritos a setores específicos de indústria: de 1980 a 2004, 81% dos recursos investidos por esses fundos estavam alocados em *startups* de alta tecnologia³²¹.

No estudo de Wiltbank & Boeker³²², os anjos abordados dedicavam metade do seu número de investimentos anjo a iniciativas em suas áreas de *expertise* e conseguiam, em média, o dobro do seu retorno habitual quando investiam dentro dessas áreas. Não precisamos ir longe para citar iniciativas de baixa sofisticação tecnológica que se revelaram excelentes escolhas para os anjos que as capitalizaram: Starbucks e FedEx³²³.

Apesar dessa versatilidade, no mercado dos anjos dos Estados Unidos nós percebemos uma afinidade maior por tecnologia do que por outras áreas. No primeiro trimestre de 2016, de acordo com a tabela acima, 28% de todos os investimentos-anjo

³¹⁹ Op. Cit. 181.

³²⁰ Op. Cit. 146.

³²¹ Op. Cit. 307.

³²² Op. Cit. 264.

³²³ Op. Cit. 307.

foram para setor de produção de *softwares*. Em paralelo, no entanto, 12% foram para setor de indústria e energia, 8% para setor de varejos e 7% para setor de mídias.

No Brasil, esse fenômeno é intensificado: nossos investidores anjos dão atenção praticamente exclusiva às *startups* de tecnologia (com biotecnologia em segundo lugar), então ainda não há tanta versatilidade³²⁴. Essa dedicação se deve à facilidade com que empreendimentos no setor de tecnologia da informação conseguem escalar, crescendo em proporções absurdamente altas de ano em ano e precisando de relativamente pouco capital.

Conseguimos verificar essa baixa necessidade de capital no relatório de dados sobre *Private Equity e Venture Capital* no Brasil publicado pela KPMG & ABVCAP³²⁵: do total de investimentos (R\$ 18,5 bilhões), os maiores volumes foram 38% foi para saúde e medicamentos, distribuídos em 22 empresas, 12% foi para educação, distribuídos em 13 empresas e 11% para o setor de energia, distribuídos em 6 empresas. O volume destinado para empresas de tecnologia da informação foi apenas 3%, mas foi distribuído em 41 investidas, um número quase igual à soma dos outros três. Em outras palavras, foram relativamente muitos investimentos com pouco capital por operação.

Além disso, o custo do fracasso do empreendedor é mais baixo quando falamos de *startups* com bases tecnológicas, já que o desenvolvimento se deu majoritariamente no meio digital. Uma *startup* voltada para varejo, por exemplo, pode ter contratado linhas produtivas, cadeias de distribuição e locação de bens móveis e imóveis que representarão um alto custo do negócio.

Considerando, ainda, que o mercado de inovação brasileiro ainda é incipiente, principalmente pela falta de incentivos estatais apropriados, é natural que os formatos mais famosos de *startups* (com modelos colossais como Google, Facebook, Buscapé, etc) sejam almejados pelos nossos empreendedores ao escolherem uma área de atuação.

³²⁴ De acordo com entrevista dada por Cássio Spina, a atenção dos anjos brasileiros ainda é muito voltada para *startups* de tecnologia da informação, com algumas áreas em paralelo como agronegócio, saúde e educação. No entanto, o autor também ressalva que o ideal é a expansão gradual dos investidores para outros setores de interesse, tanto para fins de diversificação do risco quanto para desenvolvimento do mercado no geral. In: LIRA, Adriano. Investidor-anjo ganhou segurança jurídica para apostar em startups, diz Anjos do Brasil: **Revista Pequenas Empresas Grandes Negócios**. São Paulo: Globo, 2016.

³²⁵ Op. Cit. 144.

A ascensão das *fintechs* comentada no Capítulo xxx acima, por exemplo, é um reflexo dessa tendência.

Já que são investidores informais, anjos podem encontrar oportunidades de negócios em qualquer lugar. Anjos que investem sozinhos, sem co-investimento, têm suas fontes em: família e amigos, fóruns de investidores; *sites* de divulgação de empreendedores; diretórios de anjos, Fundos *Venture Capital* (que podem indicá-los para *startups* que ainda estão em estágio embrionário); bancos comerciais e de investimento; associações sem fins lucrativos voltadas ao desenvolvimento local; incubadoras e aceleradoras; universidades, advogados, contadores e muitas outras³²⁶.

Por outro lado, muitos anjos preferem fazer parte de associações de seus pares voltada especialmente para maximizar o investimento anjo na sua região ou país. É o caso da Anjos do Brasil, associação brasileira que oferece diversos congressos, debates, treinamentos, artigos e mais material voltado à disseminação desse investimento de risco³²⁷. Esses anjos que se coligam podem contar com outras fontes de acesso a *startups*, sem prejuízo de também investirem sozinhos. Os grupos de investidores e os benefícios que oferecem serão detalhadamente tratados no Capítulo xxx abaixo.

Os agentes do investimento anjo também são tão misteriosos³²⁸ (Morrisette chama o mercado dos anjos de “*hidden and powerful economic force*”) quanto são lucrativos para o universo empreendedor. *Startups* apoiadas por capital anjo têm 14% a 23% de chance a mais de sobreviverem aos próximos 1,5 a 3 anos e conseguirão gerar 40% mais empregos em comparação a *startups* sem capital anjo³²⁹. Investimento anjo também aumenta de 10% a 17% a chance de uma saída de sucesso para o empreendedor, além de aumentar a chance de ele receber novos investimentos³³⁰.

³²⁶ Op. Cit. 181.

³²⁷ ANJOS DO BRASIL. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/>. Acesso em 08.05.2017.

³²⁸ Diversos autores ressaltam que um dos grandes impedimentos a pesquisas mais apropriadas sobre investimento anjo é exatamente a dificuldade de quantificá-los (WETZEL, 1987; MORRISETTE, 2007; BONINI & CAPIZZI, 2015). Considerando que eles agentes que investem patrimônio próprio e não precisam informar seus sucessos e insucessos a órgãos que podem publicizar essas informações, as fontes para pesquisas se tornam mais escassas do que o normal.

³²⁹ Op. Cit. 133.

³³⁰ Op. Cit. 87.

No início da década de 2000, o retorno médio de investidores anjos foi de 2,6x o capital ao longo de 3,5 anos³³¹. Em paralelo, diversas pesquisas foram conduzidas e levantaram alguns dados: 27% de retorno anual sobre o investimento de risco, em média³³²; 7% dos desinvestimentos conseguiram retornos acima de 10x o capital investido, que representam 75% do total recuperado pelos anjos na amostra analisada; 48% de todos os desinvestimentos geraram lucro para os investidores; e 61% dos anjos abordados tiveram retorno global maior do que o valor total que haviam investido. As duas últimas estatísticas demonstram a importância de diversificação do portfólio anjo, que será mais bem vista à frente.

Considerando o campo de atuação dos anjos, poderíamos questionar por que os investidores não poderiam canalizar seus recursos para iniciativas inovadoras via *Equity Crowdfunding*. Afinal, uma plataforma voltada para pequenas iniciativas, que consolida investimentos e faz todo o trabalho de *due diligence* demandaria menos tempo (e menos custo de oportunidade, como veremos) do investidor. No entanto, como percebemos, os riscos mencionados no Capítulo xxx acima (assimetria de informação risco moral do empreendedor, capacitação incerta dos seus dirigentes, eventual seleção adversa) são mitigados pelas melhores práticas do investimento anjo.

Essas melhores práticas contam com *due diligence* extensa de todos os ativos (materiais e imateriais) do time empreendedor, incluindo capacitação e experiência dos gestores, projeção de negócios nos próximos anos, viabilidade tecnológica do produto, estudo do mercado-alvo e outros (vide Capítulo xxx abaixo). Esses mesmos esforços são usados para monitorar o empreendedor, seu uso do capital investido e a direção em que está levando a *startup*. Os anjos costumam defender que seus filtros são maiores do que os usados pelas plataformas de *Crowdfunding*³³³.

Além da redução da assimetria de informação, investidores que desejam investir via *Equity Crowdfunding* também devem considerar os problemas de agência. Anjos

³³¹ Op. Cit. 264.

³³² Outros estudos conduzidos entre 1989 e 2002 indicavam uma expectativa de retorno por volta de 30% (In: MORRISSETE, Stephen G. **A profile of Angel Investors**. The Journal of Private Equity, vol. 10, nº 3, pp. 52-66. Nova York, Institutional Investor Journal: 2007), enquanto Cássio Spina entende que anjos brasileiros possuem expectativa de retorno na média de 40% (In: SPINA, Cássio A. **Investimento Anjo: Guia Prático para Empreendedores e Investidores**. São Paulo: Nversos, 2011).

³³³ Op. Cit. 218.

investem seu próprio patrimônio, mantendo-os estimulados a preservar as próprias riquezas, enquanto uma plataforma será gestora dos recursos de terceiros. Trata-se da problemática que já avaliamos extensivamente no Capítulo xxx. Por fim, de acordo com os profissionais do mercado dos anjos, a vantagem dessas melhores práticas sobre plataformas de *Crowdfunding* é uma chance maior de mitigar o risco de escolher a *startup* incorreta e ver o capital investido naufragar junto ao empreendimento³³⁴.

Pela lógica do agente econômico racional, qualquer investidor é motivado pelo desejo de lucros altos. Entretanto, quando falamos dos anjos, as suas motivações não se encerram no valor de capital. Na verdade, motivações não-financeiras são muito presentes nas atividades dos anjos, em uma intensidade superior a investidores no geral e até a Fundos *Venture Capital*, conforme comparam Morrisette³³⁵ e a BPIFRANCE³³⁶. Isso porque eles tiram uma satisfação pessoal em ser parte do início da trajetória de uma empresa inovadora até um *status* de grande sucesso³³⁷.

Conforme já vimos, muitos anjos já passaram pelo mercado da inovação como empreendedores bem-sucedidos e agora usam essa experiência para levantar aqueles que seguiriam seus passos. Essa externalidade é refletida no prazer irracional de ver seus pupilos começarem e desenvolverem uma companhia. Segundo um anjo entrevistado, “*I’m not in it for a fast buck. Besides, it’s cheaper and more fun than buying a yacht. I enjoy investing in companies and getting involved; it’s a real buzz*”³³⁸. Esse sentimento prazeroso que funciona como um retorno não financeiro do investimento é chamado na literatura econômica de “*psychic income*”³³⁹.

Em uma perspectiva alternativa: o mercado de investimentos de risco, assim como o de artes, jóias e imóveis, vem acompanhado de uma satisfação pessoal no consumo. Assim como aprecia-se a beleza de uma obra de arte, veste-se um colar de diamantes e aproveita-se viver em uma bela casa, também se regozija com a felicidade inerente a um

³³⁴ Ibidem.

³³⁵ Op. Cit. 306.

³³⁶ Op. Cit. 123.

³³⁷ Op. Cit. 304.

³³⁸ OSNABRUGGE, Mark V., ROBINSON, Robert J. **Angel Investing: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies**. 1ª Ed. Jossey-Bass, 2000.

³³⁹ Op. Cit. 218.

investimento bem-sucedido³⁴⁰. Em todos esses exemplos, o sucesso na atividade traz autoimagem, autoestima e reconhecimento para o agente, agregando um prazer pessoal que se soma ao financeiro³⁴¹.

Além da emoção de ajudar a tornar um pequeno empreendimento em uma empresa valorizada pelo público consumidor, e a possibilidade de usá-la como um troféu na sua prateleira para si e para o mundo³⁴², alguns investidores anjos também se interessam pelo efeito social benéfico que as suas atividades produzirão na sociedade³⁴³. Ou seja, investimentos que também podem deixar o mundo mais justo, mais saudável ou mais conveniente, tudo isso enquanto rendem lucros quase obscenos no processo³⁴⁴. A frente mais proeminente dessas iniciativas é a filosofia *clean tech*: implementação de um operacional que otimiza a produção e lucratividade com o menor impacto possível ao meio ambiente. Nos Estados Unidos, 10% do total de investimentos-anjo foram para essas *startups*³⁴⁵.

Sendo assim, além do óbvio incentivo econômico, podemos considerar que anjos são movidos por motivações hedonistas, que envolvem a vaidade, mérito e prazer em construir uma nova companhia; e por motivações altruístas, ajudando a melhorar o mundo de uma forma classicamente capitalista. Sullivan & Miller³⁴⁶ destacam sete motivações não-financeiras que moviam os anjos da sua época, percebendo inclusive que alguns abririam mão de parte da remuneração para priorizar algumas dessas motivações:

- (i) produto idealizado socialmente benéfico (83%);
- (ii) prazer proporcionado pela participação ativa na companhia (66%);

³⁴⁰ Op. Cit. 306.

³⁴¹ Op. Cit. 181.

³⁴² HILL, Brian E., Power, Dee. **Attracting Capital from Angels**. Nova York: John Wiley and Sons Inc., 2002, p. 52.

³⁴³ Ressaltamos que não há como saber se todos os investidores que afirmaram priorizar motivações altruístas se sentem realmente dessa maneira, ou se apenas responderam nesse sentido para serem ilustrados nas pesquisas sob uma luz positiva.

³⁴⁴ Op. Cit. 218.

³⁴⁵ SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market In Q1Q2 2016: Caution Prevails**, Center for Venture Research, 2017. Disponível em:

<<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Q1Q2%202016%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

³⁴⁶ SULLIVAN, M.K., MILLER, A. **Applying Theory of Finance to Informal Risk Capital Research: Promise and Problems**. In: *Frontiers of Entrepreneurship* 1990. Babson Park, MA: Babson College, 1990.

- (iii) criação de empregos locais (65%);
- (iv) proximidade geográfica com a investida (63%);
- (v) integração e *networking* com mais investidores satisfeitos (61%);
- (vi) companhias com o mesmo alinhamento ideológico (59%); e
- (vii) emoção dos investimentos de risco (47%).

Consideremos ainda que o investimento anjo não é uma categoria em que o capitalizador esperará passivamente pelos seus resultados. Via de regra, ele participará ativamente da gestão da *startup*, não só para aumentar suas chances de retorno mas pelo *psychic income*. Esse tempo do investidor vem com um custo de oportunidade, já que poderia estar sendo alocado em outras atividades.

De um ponto de vista estritamente pragmático, devemos quantificar e subtrair o custo de oportunidade do retorno do anjo para acharmos o seu lucro real. Em seguida, devemos comparar esse lucro real com outras alternativas, principalmente com investimento em Fundos *Venture Capital*, que, após essa subtração, consegue geralmente uma taxa de retorno maior que a dos anjos. Mas isso por si só não desencoraja o investimento: motivação não-financeira compensa custo de oportunidade, já que a atividade é prazerosa para os anjos que a implementam.

Entre todos esses incentivos não-financeiros, alguns anjos têm a oportunidade de trabalhar com pessoas criativas e talentosas, descobrindo novas tecnologias, sendo convidado a novos *pitch*s de empreendedores, e, no geral, a ser visto pela comunidade local como membro de uma confraria de grandes e sofisticados investidores, até mesmo aceito como um deles³⁴⁷. Falamos aqui de anjos que se filiam a grupos de investidores, aproveitando diversos benefícios de lucratividade, suporte e eficiência, o que nos leva ao nosso próximo ponto.

4.3. Associações de anjos e investimentos sindicalizados

É crescente ao redor do mundo a onda de associações de investimento anjo. Entidades como Angel Capital Association, British Business Angels Association, Italian

³⁴⁷ Op. Cit. 311.

Business Angels Network, European Business Angels Network, Business Angels Europe, a própria Anjos do Brasil, entre outras, são grandes pólos de *networking* para que anjos tenham acesso uns aos outros e às oportunidades que carregam. Cada vez mais essas associações avançam nas suas estruturas internas e coordenação entre membros, e com isso melhoram a quantidade e qualidade de serviços oferecidos: oportunidades de investimento, educação e *coaching*, assessoria contábil, jurídica e administrativa, bem como papel de mentoria em sentido amplo³⁴⁸.

Esses grupos de anjos poderão ter diferentes propósitos, de acordo com seus membros. Algumas associações funcionam simplesmente como clubes para discussão sobre o mercado, compartilhamento de oportunidades de *startups*, treinamentos para iniciantes e expansão das redes de contatos. Os anjos membros podem aproveitar os conhecimentos partilhados e continuar investindo sozinhos, ou podem se juntar para estruturarem co-investimentos formais, também chamados de investimentos sindicalizados.

O aglutinamento dos anjos contribuiu de forma significativa para a qualidade dos investimentos feitos pela classe, temporariamente reduzido em razão do grande fluxo de anjos que foram atraídos quando o sucesso do grupo começou a ficar mais em evidência na academia, pouco antes do estouro da “Bolha da *Internet*”³⁴⁹. Sobre as vantagens que grupos de anjos têm sobre investidores que preferem atuar solo, Lerner & Schoar³⁵⁰ citam que:

- (i) anjos podem unir seus recursos para mobilizar um grande investimento, maior do que seria possível para um deles sozinho;
- (ii) é possível canalizar mais recursos para despesas de *due diligence*, priorizando sua qualidade e afinando propostas de investimento;
- (iii) grupos são mais visíveis para o mundo dos empreendedores, e assim receberão propostas em maior escala e maior qualidade, com menor esforço do que se o anjo estivesse captando sozinho; e

³⁴⁸ Op. Cit. 311.

³⁴⁹ Op. Cit. 181.

³⁵⁰ Op. Cit. 87.

- (iv) esses grupos são compostos pelos investidores mais capacitados da região, levando a um melhor julgamento sobre qual a alocação mais eficiente do capital agregado; e
- (v) cada anjo pode investir uma parte menor do seu patrimônio em cada operação, permitindo participação em mais empreendimentos e diversificação do risco.

Especialmente em relação ao item (v), o investimento anjo sindicalizado consegue suprir uma falha quase inerente do mercado, que é a carência de diversificação na carteira do investidor. Um portfólio que não conta com muitas *startups* pode acabar dependente do sucesso das poucas que escolheu, ou então irá encarar grande prejuízo, até levando em conta a baixa liquidez do setor. A maior parte dos lucros de um anjo virá de alguns raros sucessos, e não de diversas pequenas *exits*. Esses poucos grandes sucessos são naturalmente raros, logo é racional que o anjo amplie seu escopo de investidas³⁵¹.

No estudo de Wiltbank & Boeker³⁵², 7% dos investimentos avaliados representaram $\frac{3}{4}$ do total dos retornos financeiros dos anjos. No mercado de Fundos *Venture Capital* também observamos esse fenômeno: entre os países da OCDE, 65% do portfólio de um Fundo *Venture Capital* gera 3,8% dos seus lucros, enquanto 4% do portfólio rende mais de 60% dos lucros³⁵³.

A falta de diversificação que vemos na prática não vem de ignorância: anjos geralmente concordam que um portfólio diversificado mitiga os riscos da atividade e permite um sono mais tranquilo à noite. Os fatores limitantes são: (i) patrimônio disponível para fazer múltiplos aportes; (ii) tempo para dedicar a *due diligence* no prospecto e participação ativa na gestão; (iii) *expertise* em outras áreas de indústria; e (iv) geográfica para expandir o escopo de novos empreendimentos³⁵⁴.

³⁵¹ Op. Cit. 218.

³⁵² Op. Cit. 264.

³⁵³ NANDA, Ramana. **Entrepreneurial Finance**: artigo apresentado na conferência “*The Role of Entrepreneurship in Fostering Innovation and Growth*” organizada pela OCDE. Paris: OCDE, 2010.

³⁵⁴ Op. Cit. 39.

Felizmente, a crescente sindicalização de anjos consegue mitigar diversos desses fatores limitantes. Quando um sindicato³⁵⁵ reúne seus recursos em um único investimento, cada agente pode dedicar menos capital do que faria se fosse o único capitalizador. O *tradeoff* por uma participação menor em um conjunto maior de *startups* é eficiente, já que se uma delas atingir um sucesso excepcional, já estará garantido o objetivo de grande retorno do investidor anjo. Não só isso, mas esse sucesso já será suficiente para cobrir outras eventuais perdas no portfólio.

Quando falamos de diversificação de anjos, não nos referimos apenas ao número de investidas, mas também a setores específicos de indústria³⁵⁶. Se um investidor só estiver confortável em alocar capital na área em que ele tem mais conhecimento (ex: biotecnologia), ele estará restrito a empreendedores de apenas um mercado e sujeito aos seus desmandos. Quando esse investidor passar a trabalhar em grupos, cada anjo oferecerá uma espécie de *expertise* diferente para maximizar os lucros do sindicato, já que poderão ser agregados diversos campos do saber³⁵⁷.

Essa vantagem é especialmente presente para anjos que começaram recentemente no negócio, e logo não estão tão ambientados com empreendedores que procuram se capitalizar a qualquer custo. A recomendação para esses iniciantes é, além de investir montantes pequenos e diversificados³⁵⁸, que comecem investindo com outros anjos mais experientes³⁵⁹.

Não só eles se beneficiarão da experiência dos seus colegas, mas se evitarão a maior exposição ao risco que vem da atuação solo: os melhores empreendedores já estão familiarizados com o mercado dos anjos (especialmente quando ele é enxuto como o mercado brasileiro), logo, se um iniciante está tendo acesso a uma ideia, provavelmente ela já foi considerada e descartada por outros anjos mais sêniores e reconhecidos no mercado.

³⁵⁵ Usamos aqui a palavra “sindicato” em tradução livre de “*syndicate*”, termo usado para definir um grupo de investidores que junta seus recursos individuais para realizar um investimento conjunto.

³⁵⁶ Op. cit. 39.

³⁵⁷ Op. Cit. 218.

³⁵⁸ Op. Cit. 218.

³⁵⁹ Op. cit. 113, p. 77.

Anjos em co-investimento também impactam a forma com que a gestão da *startup* é monitorada e influenciada. Consideramos aqui que diversos investidores juntos conseguirão agregar mais *expertise* e experiência no negócio (reduzindo assimetria de informação), que os custos de transação (capital e tempo) de acompanhamento do time empreendedor serão divididos entre os sindicalizados, e que o sindicato terá mais poder de negociação nas decisões de direcionamento da *startup*, assim tendo maior conforto sobre o controle do capital (mitigando *moral hazard* do empreendedor)³⁶⁰. Vimos esse mesmo padrão de redução dos custos de transação em grupos com as aceleradoras no Capítulo xxx acima³⁶¹.

Além disso, anjos com recursos (tempo ou conhecimento) escassos para monitorar um portfólio de diversas *startups* podem deixar a missão ao cargo dos seus co-investidores. Naturalmente, isso deve ser alinhado previamente dentro do sindicato com a oferta de contrapartida aos anjos mais atuantes³⁶². Em outras palavras, um anjo que quiser ter um papel mais passivo (só contribuir com capital e não com mentoria) pode participar de um investimento sindicalizado e confiar que seus parceiros de negócios tomarão o papel ativo³⁶³. O conceito de *smart money* não se perde com anjos passivos, já que eles também podem oferecer sua rede de contatos ao empreendedor, por exemplo. Mais um passo em direção à diversificação.

Por fim, em avaliação de todos esses benefícios, conseguimos considerar que a criação e manutenção de associações de anjos se mostram extremamente benéficas para o aumento da indústria da inovação, tanto no Brasil quanto no exterior.

4.4.Relação entre investidores anjos e Fundos *Venture Capital*

Até o momento já foi possível identificar diversas diferenças do investimento anjo para as outras formas de captação de recursos relacionadas no capítulo xxx, sejam essas diferenças apontadas expressamente ou intuitivamente. No entanto, o setor com que anjos mais trabalham juntos, mais se identificam e com que até são comparados na literatura acadêmica é o setor de Fundos *Venture Capital*. Aqui nós traçaremos breves

³⁶⁰ Op. Cit. 311.

³⁶¹ Op. cit. 41.

³⁶² Op. cit. 113, p. 74-76.

³⁶³ Op. Cit. 311.

comentários sobre suas semelhanças, diferenças, e, fundamentalmente, se esses dois grupos de investidores são complementares ou concorrentes entre si.

Uma das razões de anjos serem tão conceituados é a série de qualidades que dividem com Fundos *Venture Capital*: eles capitalizam empreendedores em estágios iniciais, implementam rigorosos processos de *due diligence* nos seus possíveis investimentos e atuam como mentores (e, às vezes, até administradores externos) das *startups* investidas³⁶⁴.

Anjos e Fundos *Venture Capital* compartilham alguns métodos de controle das suas investidas. Conforme nós veremos com mais detalhe no Capítulo xxx, via de regra, anjos preferem técnicas de *soft monitoring* (mentoria, aconselhamento, etc), enquanto fundos usam *hard monitoring* (mecanismos contratuais e societários). No caso a caso, essas táticas se mesclam. Um exemplo recorrente no próprio Brasil é o uso de cláusulas de vencimento antecipado de mútuo conversível (detalhado no Capítulo xxx abaixo) para diversas hipóteses, que, na prática, precisam da aprovação prévia do investidor anjo³⁶⁵. Dessa forma, é possível dizer que esse anjo também está exercendo *hard monitoring*, de forma análoga ao Fundo *Venture Capital*.

Começando a abordar as diferenças entre os dois investidores, Fundos *Venture Capital* costumam avaliar centenas de empreendimentos até encontrar um que eles estão dispostos a investir. Isso se deve aos altos custos de transação relacionados à preferência por *startups* em estado mais avançado e por terem de justificar suas decisões aos investidores³⁶⁶. No estudo da *Center for Venture Research*, foi apontado que, a cada cinco propostas levadas a um anjo (ou associação de anjos) por empreendedores, uma se torna investimento³⁶⁷. Podemos justificar esse maior cuidado com o fato de Fundos *Venture Capital* investirem capital de terceiros e todas as consequências daí decorrentes (Capítulo xxx).

Como já vimos no Capítulo xxx, anjos são bem versáteis na escolha de áreas comerciais para investir em *startups* (ainda que isso não seja tão verdade para anjos

³⁶⁴ Op. Cit. 87.

³⁶⁵ Op. Cit. 371.

³⁶⁶ Op. Cit. 181.

³⁶⁷ Op. Cit. 146.

brasileiros). Já Fundos *Venture Capital*, seja no Brasil ou no exterior, tendem a se dedicar muito mais aos campos de tecnologia, considerando que são os modelos de negócios com mais possibilidade de alto crescimento com bastante rapidez. Essa proposta satisfaz os cotistas dos fundos, que contam com seus gestores para investir em iniciativas que tragam grandes desinvestimentos, conforme vimos no Capítulo xxx.

Tomando como paradigma o mercado de Fundos *Venture Capital* dos Estados Unidos, que é o mais desenvolvido do mundo, essa distinção torna-se bem clara. No primeiro trimestre de 2017, do total de 933 investimentos desses fundos, 484 (44%) foram para setor de Internet, 190 (17%) para setor de saúde (majoritariamente biotecnologia e equipamentos de medicina), 151 (14%) para setor de telecomunicações, 64 (6%) para setor de produção de *softwares* e 43 (2%) para setor industrial³⁶⁸.

Tradicionalmente, anjos podem ser menos sofisticados que Fundos *Venture Capital* no processo de escolha de investimentos³⁶⁹, seja em razão da menor complexidade dos objetos das investidas, seja por não precisarem satisfazer controles internos e não estarem sujeitos a responsabilidade civil. No entanto, o risco trazido pela menor sofisticação (e conseqüente perda de lucros) é mitigado pela mentoria comercial e rede de relacionamentos que anjos agregam às suas investidas, e que Fundos *Venture Capital* via de regra não oferecem, já que seus gestores costumam ter vindo do mercado financeiro³⁷⁰ e sem *background* comercial extensivo³⁷¹.

Temos ainda a questão de estágios das *startup*, já que anjos são mais propensos a seguir uma regra de *timing* diferente de Fundos *Venture Capital*: quanto mais cedo for realizado o investimento na empresa, maior e mais arriscado será o potencial de lucro sobre o investimento³⁷². Naturalmente, isso é uma consequência do valor menor que a *startup* terá enquanto dá os seus primeiros passos cercados por risco. A partir do

³⁶⁸ Op. Cit. 160.

³⁶⁹ Op. Cit. 307.

³⁷⁰ Em razão disso, os Fundos *Venture Capital* mais conceituados têm afunilado seus possíveis gestores, selecionando majoritariamente os que também contam com alguma experiência comercial e não só financeira. In: MCKASKILL, Tom. **An Introduction to Angel Investing**. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33>. Acesso em 09.05.2017.

³⁷¹ Op. Cit. 181.

³⁷² ANJOS DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/>>. Acesso em 08.05.2017.

momento em que ela já possui uma gestão capacitada, já está gerando renda e até recebeu algumas rodadas de capital, ela será um investimento com menos risco e com menos potencial de lucro.

A diferença entre *timing* dos anjos e dos fundos convida a tese da complementaridade entre esses dois investidores. Como sabemos, o investimento anjo consegue contribuir fortemente para o início de uma atividade inovadora. No entanto, conforme a vida da *startup* vai avançando, sua demanda de capital também aumenta e a posição do anjo passa a ser cada vez menos relevante. Em dado momento, o aporte inicial já estará completamente afundado (*sunk*) no empreendimento, a *startup* desejará buscar recursos em maior escala, e o anjo não estará mais gerando valor participando das futuras rodadas de financiamento³⁷³.

Com o poder de negociação do anjo notoriamente reduzido, encontramos aí um grande incentivo econômico para o empreendedor e o Fundo *Venture Capital* aumentarem seus lucros em detrimento do primeiro investidor (LEAVITT, 2005). Juntos, eles teoricamente podem pressionar o anjo a aceitar uma participação reduzida na companhia ou abdicar de alguns poderes que lhe eram originalmente conferidos, configurando exercício nítido do poder de mercado de Fundos *Venture Capital*.

Naturalmente, o risco é mitigado por proteções legais e contratuais. Nos Estados Unidos, Europa, Canadá e diversos países do mundo, essa é a proteção tradicional do acionista minoritário, já que o investimento é instrumentalizado por participação. Também temos como padrão de mercado o direito de veto dado ao anjo de vetar eventuais novas rodadas de financiamento que envolvem Fundo *Venture Capital*, bem como o frequente direito contratual de antidiluição, dando ao anjo a chance de acompanhar essas futuras rodadas para conservar o mesmo percentual de participação. Um bom contrato pode mitigar o risco de o anjo ser vítima de conluio, mas os custos de transação envolvidos na sua elaboração poderão aumentar.

³⁷³ HELLMAN, Thomas F., THIELE, Veikko. **Friends or Foes? The Interrelationship between Angel and Venture Capital Markets**. Journal of Financial Economics. Amsterdã: Elsevier, março de 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2323553>. Acesso em: 27.03.2017.

Apesar da proteção legal e contratual, já houve situações em que conluio do empreendedor e do fundo prejudicou as expectativas dos anjos envolvidos em aportes passados. Um empreendedor pode conspirar com um gestor de fundos para, por exemplo, dissolver a empresa em que o anjo tem participação, transferir todo o capital humano para uma nova empresa e receber nela o investimento de *Venture Capital*, excluindo o anjo³⁷⁴. Essa categoria de anjos que tiveram seus direitos feridos por não contarem com poder de negociação expressivo nas futuras rodadas de investimentos foi classificada em estudo especializado de “*burned angels*” (LEAVITT, 2005).

Em algumas *startups* as atividades podem estar trancadas por registros de propriedade industrial ou contratos vinculados à própria empresa, mitigando o risco do anjo ser tomado como “refém” sob ameaça de desconstituição da investida. No entanto, nem sempre haverá proteção específica para o caso concreto, devendo ser levada em conta a sofisticação de todos os agentes envolvidos.

Hellman & Thiele percebem que o efeito econômico de longo prazo dessa má-fé poderia ser um efetivo esvaziamento no mercado de anjos e de empreendedores, resultando em pouca concorrência e alta concentração. Muitos agentes com capital disponível podem ficar desencorajados de se tornarem anjos pela possibilidade de serem passados para trás. Da mesma forma, os autores apontam que esse risco será precificado, levando os anjos a exigir uma participação maior na *startup* por um preço menor (assim, já estão sendo “compensados” pelo efetivo risco de se tornarem *burned angels* no futuro)³⁷⁵.

Em consequência direta, empreendedores enfrentarão uma escassez de recursos no estágio embrionário, resultando em mais iniciativas sendo sufocadas antes de chegar ao estágio de *Venture Capital*, causando aumento da taxa de mortalidade de *startups*. Eles também precisarão aceitar um valor mais baixo do que o normal pela participação em suas empresas pela razão exposta acima, e não terão alternativa porque haverá menos anjos no mercado. Por consequência, o mercado de empreendedores poderá ser esvaziado em medida semelhante ao de anjos³⁷⁶.

³⁷⁴ Op. Cit. 372.

³⁷⁵ Ibidem.

³⁷⁶ Op. Cit. 372.

Por fim, ponderando esses efeitos em paralelo, concluímos que a existência de *burned angels* pode levar o anjo a uma inclinação maior a forçar a venda da *startup* assim que ofertas razoáveis surgirem na mesa. Na visão do anjo maximizador de lucros, pode ser mais conveniente e oportuno para ele aceitar a liquidação de uma empresa em *seed* ou *early stage* do que deixá-la chegar à etapa de Fundos *Venture Capital* e arriscar ser prejudicado por conspiração.

Diante o exposto, no comentado estudo de Hellman & Thiele (cujo título é “*Friends or Foes?*”), anjos e Fundos *Venture Capital* têm uma relação ambivalente. Eles são “amigos”, na medida em que confiam no senso um do outro para ajudar na avaliação de quais *startups* são mais promissoras para receber investimento. Por outro lado, eles também são “inimigos”, porque depois que Fundos *Venture Capital* usam os anjos para filtrar os melhores empreendedores, eles podem ser incentivados a descartar esses anjos pela limitação de valor agregável.

Essa problemática acima é bem presente no exterior, mas no Brasil encontramos poucas razões para preocupação. O mercado de capital de risco, considerando anjos, empreendedores, incubadoras, aceleradoras, plataformas de *Crowdfunding*, Fundos *Venture Capital* e *Corporate Ventures* ainda é um mercado de poucas pessoas em comparação aos Estados Unidos e Europa. Nesses países mais desenvolvidos, são muitos *players* nesses mercados, e o fim das relações com um não necessariamente significa uma redução de participação em futuras negociações.

Em ecossistema como o mercado brasileiro, onde suas figuras mais proeminentes e prestadores de serviço especializados (ex: advogados e contadores) se conhecem e contam umas com as outras para tomarem conhecimento de novas oportunidades, entendemos que não seria decisão eficiente para um empreendedor ou para um investidor institucional agir em conluio objetivando prejudicar os primeiros investidores de uma *startup*.

O próprio investidor anjo é visto pelo Fundo *Venture Capital* como um *gatekeeper* em ecossistemas menos amigáveis ao empreendedorismo³⁷⁷, tornando ainda mais presente o fator “amigo” do estudo de Hellman & Thiele³⁷⁸, que também observaram esse fenômeno. A marca na reputação de um agente conspirador poderia destruir qualquer possibilidade de futuros negócios, colocando o infrator em uma “lista negra”³⁷⁹ e tornando pouco lucrativa a escolha de prejudicar outrem para maximizar os ganhos de uma única operação.

4.5. Atualidades do mercado de investimento anjo

O mercado de anjos nos Estados Unidos parece estar em crescimento. Apesar de haver sofrido uma desaceleração com a Crise de 2008, a recuperação que seguiu depois estimulou um retorno ao surgimento de novos anjos. Apontando esse fato, Shane³⁸⁰ sugere que o mercado dos anjos parece ser bem sensível a mudanças nas condições macroeconômicas, florescendo quando são favoráveis e sofrendo quando são recessivas.

Em 2015, de acordo com alguns estudos sobre o mercado americano, (i) US\$ 24,6 bilhões foram investidos por anjos, os quais criaram direta ou indiretamente 270 mil empregos aproximadamente³⁸¹; (ii) a relação entre anjo ativo a cada mil americanos aumentou 36% desde 2002, sugerindo um grande aumento desses agentes no mercado³⁸²; havia 19,2 empresas investidas por anjos a cada empresa investida por Fundos *Venture Capital* e Fundos *Corporate Venture*, ao passo que em 2002 eram apenas 13,3 empresas³⁸³; e (iii) havia 108,9 anjos ativos a cada Fundo *Venture Capital* e Fundo *Corporate Venture*, ao passo que em 2002 eram apenas 108,9 anjos³⁸⁴. Percebemos que, no geral, os anjos continuam fornecendo cada vez mais material para acadêmicos e pesquisadores defenderem o reforço de políticas públicas em favor dessa classe de financiamento da inovação.

³⁷⁷ LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette; SOKOLINSKI, Stanislav; WILSON, Karen. **The Globalization of Angel Investments: Evidence across Countries** (texto para discussão). Cambridge: Harvard Business School, 2016. Disponível em: <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/16-072_95a38a8a-37e5-4ee2-aa76-9eace7e5162b.pdf>. Acesso em 15.01.2017.

³⁷⁸ Op. Cit. 372.

³⁷⁹ Op. cit. 113, p. 75.

³⁸⁰ Op. Cit. 307.

³⁸¹ Op. Cit. 146.

³⁸² Op. Cit. 307.

³⁸³ Ibidem.

³⁸⁴ Ibidem.

Curiosamente, esse mesmo estudo referente ao primeiro trimestre de 2016³⁸⁵, demonstra possível mudança de paradigma nas áreas de atuação dos anjos dos Estados Unidos. Conforme adiantamos nesse trabalho, anjos costumam ser ligados em estudos acadêmicos à capitalização de *startups* em estágio *seed*, que “voam baixo” suficiente a ponto de não serem consideradas por Fundos *Venture Capital*, não geram renda e têm a falta de capital como um dos seus fatores limitantes.

No entanto, de acordo com essas pesquisas, apenas 25% dos recursos investidos foram aportados em empreendimentos nos estágios de *seed stage*, e 45% do valor total foi investido em companhias em *early stage* (estágio em que *startups* estão mais próximas de conseguir financiamento de Fundos *Venture Capital*).

Naturalmente, esses percentuais são parcialmente explicados pelo fato de investimentos no estágio embrionário demandarem menos capital do que investimentos em etapas posteriores, conforme observamos nas médias trazidas pelo relatório da PwC no Capítulo xxx. Além disso, também houve pouca movimentação em investimentos de segunda rodada, indicando pouco interesse dos anjos em acompanhar as séries seguintes de aportes.

Caso consideremos que está havendo de fato uma mudança na tese de investimento tradicional dos anjos, poderíamos sugerir que esta é marcada por um maior conservadorismo e aversão ao risco (de fundamentos especialmente políticos e macroeconômicos), mas que já é conhecida na literatura econômica. Em pesquisa de 2008 foi verificada uma tendência semelhante: 64,6% das *startups* que receberam capital anjo já contavam com fluxo de caixa positivo e 48,4% delas eram vistas pelos seus investidores como “empresas estabelecidas”³⁸⁶. Conforme vimos no Capítulo xxx, não são essas as características de *startups* em estágio embrionário.

Em que pese essa suposta preferência dos anjos por *startups* um pouco mais avançadas, muitas das características que procuram ainda se mantêm. Ainda estamos falando de sociedades cujos títulos de participação ainda não são negociados

³⁸⁵ Op. Cit. 345.

³⁸⁶ Op. Cit. 307.

publicamente, que (via de regra) comercializam conceitos ou invenções inovadoras, que não contam com pleno acesso a financiamento bancário em razão de questões de garantias, que ainda dependem muito da equipe empreendedora para tocar o negócio, entre outras³⁸⁷.

Por outro lado, certos atributos são mais usados como filtro de segurança, como a *startup* já estar gerando fluxo de caixa positivo no momento do investimento anjo³⁸⁸. Caberá aos pesquisadores e estudiosos do mercado acompanhar as movimentações mais recentes para sugerir políticas públicas de fomento às suas respectivas nações.

A diferença do ecossistema empreendedor brasileiro para o americano ou europeu ainda é abissal. Em 2015, conforme vimos no Capítulo xxx, investidores do mercado de Venture Capital investiram R\$ 1,1 bilhão em *startups* brasileiras, um grupo que considerou Fundos *Venture Capital*, anjos e outros³⁸⁹. Em paralelo, nos Estados Unidos, foram investidos US\$ 24,6 bilhões apenas a título de investimento anjo (!), sem nem considerarmos os recursos de investidores institucionais, que via de regra investem volumes maiores³⁹⁰.

Esse imenso déficit desenha um Brasil que ainda não possui condições legais e regulatórias plenamente satisfatórias para a inovação, e, com isso, causa alguns reflexos que não são tão observados em países que têm uma cultura empreendedora mais enraizada. Um desses efeitos, como já vimos, é que a presença de um anjo ou Fundo *Venture Capital* em uma *startup* aumenta suas chances de atrair mais investidores relevantes no mercado para novas rodadas de aportes³⁹¹.

Em outras palavras, já que o país já não tem uma cultura empreendedora implantada, e não produz muitas *startups* de qualidade, os Fundos *Venture Capital* confiarão ainda mais nos anjos para lhes apontarem quais são os empreendedores que de fato merecem um investimento³⁹². O fato de uma *startup* ser investida por um anjo é

³⁸⁷ Op. Cit. 181.

³⁸⁸ Op. Cit. 307.

³⁸⁹ Op. Cit. 153.

³⁹⁰ Op. Cit. 146.

³⁹¹ Op. Cit. 376.

³⁹² Op. Cit. 372.

uma sinalização positiva para o restante do mercado, especialmente se tal mercado for tão enxuto que seus agentes majoritariamente se conhecem, como é o caso brasileiro³⁹³.

Os efeitos produzidos em países de ecossistema desfavorável continuam. De acordo com Lerner et al.³⁹⁴, as *startups* que mais se apresentam como elegíveis para investimento anjo nesses países são apenas as mais desenvolvidas dos seus meios. Não só isso, mas elas também se contentam com valores baixos de capital e estão dispostas a conceder mais participação.

Esse seria, ainda segundo o estudo, um efeito decorrente de uma “auto-censura” pelos empreendedores que ainda estão em estágio embrionário, uma vez que não esperam receber capital em razão das suas escalas. Em razão da quantidade limitada de operações proporcionadas pelas *startups* nesses países, os anjos que nele atuam têm chance considerável de serem mais aversos ao risco ou inexperientes em financiamento de estágio embrionário.

Conseguimos verificar brevemente o impacto fortemente positivo que o investimento anjo causou nas nações em que ele é mais proeminente. Em paralelo, vimos que o ecossistema empreendedor no Brasil ainda tem muito a crescer para que esses agentes de *Venture Capital* sejam encorajados a investir cada vez mais. Compreendemos, ainda, a natureza, hábitos, costumes e perfil tradicionais dos anjos. Com esse arcabouço em mente, passamos agora a estudar as características jurídicas das suas operações de investimentos.

5. OPERAÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO: ASPECTOS JURÍDICOS E FINANCEIROS

Para chegarmos no nosso objetivo último de sugerir políticas públicas apropriadas para o fomento do investimento anjo, é imperioso que nós entendamos quais são as regras e mecanismos envolvidos nessas operações. Para cumprir essa demanda, nós avaliaremos cada passo do investimento em uma ordem cronológica.

³⁹³ Op. Cit. 113.

³⁹⁴ Op. Cit. 376.

Tradicionalmente, o ciclo de etapas de uma operação de investimento anjo começa na prospecção de oportunidades, as quais são trazidas por empreendedores ou identificadas no mercado pelos próprios anjos. Quando há um possível projeto na mesa, o investidor começa suas conversas preliminares com o empreendedor para avaliar a oportunidade e conveniência de apoiar o negócio. Cássio Spina usa uma metáfora interessante: o momento de prospecção, avaliação do plano e entendimentos preliminares é a “paquera”, dado que não há qualquer compromisso envolvido e as partes ainda estão se conhecendo e tentando identificar incentivos para levar o relacionamento para frente³⁹⁵.

Alguns relacionamentos comerciais entre partes demandam a abertura de informações confidenciais no decorrer da negociação, e assim elas conseguirão verificar a real viabilidade da relação pretendida. Para que a parte reveladora de informações se sinta confortável para dividir sua ideia, é fundamental que ela acredite que as informações estratégicas matrizes do negócio proposto não serão usadas com má-fé por quem se propõe a cooperar com a *startup*. Essa questão nos leva ao primeiro ponto jurídico da operação de investimento anjo.

5.1. Non-disclosure agreement (“NDA”)

O uso indevido de informações confidenciais representa um dos maiores danos à competitividade no mercado atual. Em 2000, companhias dos Estados Unidos reportaram a perda conjunta de US\$ 1 trilhão de dólares em razão de roubo de *trade secrets*, e foi estimado por relatório da Symantec que esse prejuízo cresce em US\$ 250 bilhões a cada ano³⁹⁶. Podemos estimar que agora, 17 anos depois e em um mercado com maior sofisticação de “*cyberattacks*”, esse valor tenha crescido a níveis tão inquantificáveis quanto prejudiciais à saúde da economia.

A proposta da melhor forma de mitigar esse risco foi encontrada na *common law* pelos juristas anglo-saxônicos. Em qualquer negociação que envolva divulgação de

³⁹⁵ Op. Cit. 113.

³⁹⁶ SHAW, Eric D. STOCK, V. Harley. **Behavioral Risk Indicators of Malicious Insider Theft of Intellectual Property: Misreading the Writing on the Wall**. Symantec: 2011. Disponível em: <http://www.symantec.com/content/en/us/about/media/pdfs/symc_malicious_insider_whitepaper_Dec_2011.pdf>. Acesso em 19.06.2017.

segredos industriais, informações estratégicas e outros dados concorrencialmente prejudiciais, seria assinado um acordo originador de relação especial de confidencialidade, visando à proteção dessas informações e consequências patrimoniais do descumprimento. São nesses moldes os acordos de confidencialidade, também chamados de *non-disclosure agreement* (“NDA”), *confidentiality agreement*, *confidential disclosure agreement* (“CDA”), *proprietary information agreement* (“PIA”) e *secrecy agreement*³⁹⁷.

Esse é o panorama geral. Quando avaliamos especificamente relação entre investidor e empreendedor, em que um deles está apresentando um projeto ao qual se dedicou arduamente para funcionar, poderíamos pensar que a assinatura de um NDA é condição precedente a qualquer futura negociação. Pensaríamos em advogar que esse documento protegeria as informações abertas pelo empreendedor enquanto defende a viabilidade do seu negócio, e assim evitando a apropriação indevida por terceiros. Essa é grande preocupação para o empreendedor, já que o medo de ter sua ideia plagiada e perder uma oportunidade dourada é forte e recorrente.

O abuso da confiança depositada em anjos também não é desconhecido. Na verdade, já foram observadas no mercado de *Venture Capital* americano algumas tentativas de se abordar um empreendedor com uma oferta de investimento ou aquisição, mas que eram só uma fachada para que o ofertante conseguisse uma visão “backstage” da estrutura da *startup*, e então no futuro usá-la para seus próprios interesses³⁹⁸.

Com tudo isso em mente, pode parecer contraintuitivo quando afirmamos que, no mercado do *Venture Capital*, a assinatura de um NDA para apresentação de um projeto para investidores é um fenômeno bem raro. No entanto, é exatamente isso que acontece no mercado brasileiro e do exterior³⁹⁹. Salvo alguns casos em que um anjo ou Fundo *Venture Capital* está particularmente interessado no projeto do empreendedor, o pedido de assinatura de um NDA acabará sendo prontamente recusado, visto como um

³⁹⁷ ARAKE, Henrique. **Os Acordos ou Termos de Confidencialidade** (2009). Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/13040/os-acordos-ou-termos-de-confidencialidade>>. Acesso em: 12.01.2017.

³⁹⁸ Op. Cit. 218.

³⁹⁹ JUMPSTART. **Why Investors EVADE Non-Disclosure Agreements** (2011). Disponível em: <<https://www.jumpstartinc.org/2011/12/09/why-investors-evade-non-disclosure/>>. Acesso em: 30.04.2017.

indicativo da inexperiência do líder da *startup*. Em alguns casos, o pedido pode ser visto até como uma ofensa, já que a relação que se busca estabelecer aqui é uma de confiança.

A resistência dos investidores de risco contra assinar NDA's não vem de mau caráter ou de uma intenção oculta de tomar a ideia do empreendedor ilicitamente, principalmente pela existência do risco de imagem: um investidor que sabotar uma *startup* com uso indevido de sua ideia estará irreversivelmente marcado diante outros investidores e empreendedores, considerando o quão enxuto é o mercado da inovação atualmente.

O impedimento estará, na verdade, na operacionalização desses acordos. Anjos e Fundos *Venture Capital* avaliam dezenas ou centenas de projetos até decidirem investir em um deles. Assinar um NDA a cada projeto seria uma grande ineficiência para o investidor por várias razões, que foram enumeradas pela Plataforma Jumpstart⁴⁰⁰ e refletem os comentários do mercado:

A primeira dessas razões é puramente operacional. Se for muito mais provável que a reunião preliminar com um empreendedor que está apresentando seu projeto não evolua em um aporte, o investidor não se sente obrigado a passar pela inconveniência de avaliar, assinar e armazenar um NDA para cada uma dessas reuniões.

O segundo problema deriva do anterior, que é o custo. Por mais que a tendência seria o investidor impor os termos de um NDA no empreendedor, que é parte mais fraca da relação, ele precisaria envolver advogados pelo menos na elaboração de uma minuta padrão. Anjos precisariam contratar escritórios externos, via de regra. Fundos *Venture Capital* costumam ter departamento jurídico interno dos seus gestores e administradores, mas mobilizar o tempo de seus funcionários também é, no limite, custo. O preço para assinar diversos NDA's que não se tornarão investimentos, salvo exceções, seria uma alocação ineficiente dos recursos disponíveis.

Nessa linha de custo, também temos o custo de tempo gasto entre os envios entre partes e advogados com suas revisões no documento. Em paralelo, um projeto de

⁴⁰⁰ Op. Cit. 398.

empreendedor é apreciado pelo investidor em reuniões de dez a quinze minutos e normalmente termina sendo rejeitado. Dessa forma, um anjo ou fundo pode preferir nem avaliar a proposta se for exigido um NDA, tornando até a menção disso um movimento arriscado pela parte mais fraca.

O investidor também poderá recusar o NDA se não for um *expert* na área de atuação do empreendedor, e se entender que pode se informar melhor antes de tomar a decisão de investir. Já vimos no Capítulo xxx que uma das vantagens de grupos de anjos é a presença de investidores de diversos polos econômicos que criam relações entre si. Se um anjo ou fundo presume que um projeto de *startup* é promissor, mas não poderia confirmar isso informalmente com seus colegas sob pena de infringência de um NDA, ele preferirá rejeitar o empreendedor de plano.

Há também o onipresente risco de litígio, que acompanha todo e qualquer contrato em alguma medida. Ainda que não seja a intenção do investidor se apropriar da ideia, ele não pode garantir que não se envolverá em iniciativas semelhantes, mas que tinham uma equipe mais bem preparada ou outra vantagem, e isso poderia dar margem para uma ação de perdas e danos ajuizada pelo empreendedor. O risco seria então de impedimento futuro para participar de outras *startups* (cuja validade dependeria da interpretação dada ao NDA pelo juiz), e até mesmo a inconveniência de controlar o prazo de cada obrigação legal de confidencialidade.

Por fim, já foi dito no Capítulo xxx acima que boas ideias custam “dez centavos cada dúzia”⁴⁰¹, e o que realmente atrairá o olhar do investidor é a possibilidade de execução eficiente e rentável por uma boa equipe. Se o empreendedor acredita que a mera exposição da ideia já anulará o valor da *startup*, não só ele não tem fé de que poderá executá-la melhor do que qualquer um, mas já está indicando que a atividade pretendida poderá ser replicada por terceiros com baixas barreiras de entrada. Na verdade, os detalhes da execução nem precisarão ser revelados ao potencial investidor no momento inicial, pois só a demonstração de uma boa ideia e equipe competente já trará o interesse pretendido.

⁴⁰¹ LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Guide, Advise and Inspire: How Startup Boards Drive Growth and Exits**. Boston: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2017.

Ocasionalmente, em etapas mais avançadas da negociação, um investidor pode aceitar a assinatura de um NDA com o empreendedor⁴⁰², ou o contrato de investimento também poderá conter cláusula de confidencialidade⁴⁰³. Nesse caso, os cuidados a serem tomados pelas partes são bem tradicionais. Naturalmente, como maior interessada no sigilo, a equipe líder da *startup* deverá se atentar a como torná-lo um bom mitigador para vazamentos de informação, mas de uma forma que não engesse o investidor no seu dia a dia e reduza seu interesse em seguir em frente com a capitalização.

A boa formalização de um NDA, combinada com as medidas judiciais apropriadas para sua *enforceability*, são essenciais. Os *trade secrets* de uma atividade empresária, seja em uma grande companhia ou *startup*, constituem um dos seus ativos mais preciosos. No entanto, em que pese o seu poder é de imortalidade em potencial, na hipótese de um vazamento o segredo está perdido para sempre, assim como a vantagem competitiva que ele trazia⁴⁰⁴.

As informações confidenciais, além de abarcarem dados econômicos (demonstrações financeiras, balanço e projeções), poderão conter qualquer dados de conteúdo comercial ou técnico, tal como equipamentos, tecnologias, desenhos, programas de computador, documentos técnicos, produtos ou especificações de produtos, estratégias de distribuição e vendas, campanhas de publicidade, políticas de preços, listas de fornecedores, metodologias, invenções, aplicações, *know-how*, entre outros⁴⁰⁵.

Pragmaticamente, um NDA tradicional trará (i) delimitações do que será compreendido como informação confidencial no caso concreto, e que portanto será protegida pela obrigação de não revelar; (ii) exceções às informações sigilosas, como aquelas que se tornarem de domínio público ou que forem requeridas judicial ou

⁴⁰² Op. Cit. 113, p. 110-111.

⁴⁰³ Op. Cit. 371.

⁴⁰⁴ ZIMMERMAN, Stephanie. **Secret's Out: The Ineffectiveness of Current Trade Secret Law Structure and Protection for Global Health.** Penn State International Law Review, vol. 29, article 4, 2011. Disponível em: ZIDER, Bob. **How Venture Capital Works.** Cambridge: Harvard Business Review, 1998. Disponível em: <<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>>. Acesso em 08.06.2017.

<<http://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1201&context=psilr>>. Acesso em: 31.05.2017.

⁴⁰⁵ BOUCHOUX, Deborah E. **Protecting your Company's Intellectual Property: a Practical Guide to Trademarks, Copyrights, Patents & Trade Secrets.** Nova York: AMACOM, 2001, p. 202-204.

administrativamente da parte recipiente; (iii) obrigação de devolução ou destruição das informações confidenciais após finalizadas as tratativas; (iv) prazo de vigência da obrigação de confidencialidade, podendo também ser prazo indeterminado; e (v) obrigação de indenizar a parte divulgadora das informações no caso de vazamento de informações confidenciais ou qualquer outro descumprimento.

No ordenamento brasileiro nós temos diversos instrumentos de *enforcement* das obrigações de não fazer (cumprimento do sigilo) e de dar (indenização) criadas nos NDA's. Lembramos da cláusula geral da boa-fé objetiva (art. 113 do Código Civil); responsabilidade civil (art. 927 do Código Civil); tipificação do crime de vazamento de informações sigilosas adquiridas contratualmente (art. 195, IX da Lei nº 9.279/1996⁴⁰⁶); tipificação do crime de *insider trading* (art. 27-D da Lei nº 6.385/1976⁴⁰⁷); entre outros.

Superadas eventuais divergências sobre o NDA, que normalmente se referem ao que será considerado confidencial, à vigência da obrigação de confidencialidade e ao que será feito com as informações (apenas destruídas ou “carimbadas” e devolvidas à parte divulgadora), empreendedor e investidor começarão suas negociações de forma substancial, fugindo do espectro da mera expectativa.

5.2. Term Sheet / Memorando de Entendimentos / Carta de Intenções

Havendo passado as conversas preliminares e (talvez) assinado um NDA, o anjo começará a buscar os meios para tomar uma decisão mais fundamentada quanto à oportunidade e conveniência do investimento. Essa etapa é constituída pela assinatura de uma carta de intenções, memorando de entendimentos, ou *term sheet*: um documento

⁴⁰⁶ Art. 195: Comete crime de concorrência desleal quem: XI - divulga, explora ou utiliza-se, sem autorização, de conhecimentos, informações ou dados confidenciais, utilizáveis na indústria, comércio ou prestação de serviços, excluídos aqueles que sejam de conhecimento público ou que sejam evidentes para um técnico no assunto, a que teve acesso mediante relação contratual ou empregatícia, mesmo após o término do contrato; Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano, ou multa.

⁴⁰⁷ Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

celebrado entre empreendedor e investidor, não vinculativo, que formaliza os entendimentos iniciais entre as partes⁴⁰⁸.

De acordo com Lord & Mirabile⁴⁰⁹, a preocupação que anjos devem ter no *term sheet* é a cobertura de quatro pontos principais: relação preço *versus* participação na *startup*, direitos de proteção ao investidor, mecanismos de influência do investidor na gestão e direitos de saída para o desinvestimento do anjo.

Em termos de estrutura, o *term sheet* geralmente abará, sem limitação, (i) tipo de investimento (participação ou dívida); (ii) condições precedentes; (iii) estrutura do negócio; (iv) direitos do investidor; (v) confidencialidade da operação e das informações abertas; e (vi) exclusividade do empreendedor, sendo sempre ressalvado que o caso concreto determinará o que deverá ser mais especificamente dedicado nas cláusulas⁴¹⁰.

Além de cumprir a função preliminar de documentar as premissas básicas do investimento, o *term sheet* também serve como um efeito moral de constrangimento contra uma parte que cogitar surpreender a outra com a decisão de não seguir em frente com as negociações, mesmo estando em etapa avançada de negociações. Esse efeito será sentido principalmente pelo empreendedor, que via de regra já possui menor poder de barganha.

Havendo as partes chegado a conclusões preliminares sobre os termos da operação e assinado o *term sheet*, é chegado o momento em que o anjo deve passar a *startup* completamente “a limpo”, verificando todas as informações financeiras e jurídicas que estão ao seu alcance para decidir se seguirá ou não com o investimento. Estamos falando do processo de *due diligence*.

5.3. *Due diligence* e suas razões de ser

⁴⁰⁸ Op. Cit. 136.

⁴⁰⁹ Op. Cit. 218.

⁴¹⁰ Op. Cit. 371.

A *due diligence* no mercado de capitais é prática oficialmente reconhecida nos Estados Unidos pela seção 11.(b)(3) do *1933 Securities Act*⁴¹¹. No contexto de recuperação da Crise de 1929, investidores americanos exigiam vastas informações de operações que queriam se capitalizar para se protegerem de operações fraudulentas, e o *1933 Securities Act* oferece (até hoje) amplos poderes legais para ajuizamento de ações indenizatórias contra os agentes dessas operações. O rol de responsabilizáveis no *1933 Securities Act* pelo prejuízo do investidor abarca: todas as pessoas que assinaram o documento de registro, a companhia emissora, seus diretores e sócios (à época da emissão e à época da ação judicial), funcionários envolvidos na emissão que emitiram opiniões favoráveis à emissão e todos os *underwriters*.

Obviamente, esse leque cria um perigo constante de responsabilidade para todos os envolvidos, e, se não houvesse uma forma de mitigar o risco, não haveria incentivo econômico suficiente para emissões no mercado de capitais. Nessa linha, o *1933 Securities Act* determina que, com exceção da companhia emissora, não será responsabilizado o agente envolvido na emissão que puder provar que (i) estava ciente

⁴¹¹ Section 11: (b) Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof — (3) that

(A) as regards any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert, and not purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert, and not purporting to be made on the authority of a public official document or statement, he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading; and (B) as regards any part of the registration statement purporting to be made upon his authority as an expert or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of himself as an expert, (i) he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or (ii) such part of the registration statement did not fairly represent his statement as an expert or was not a fair copy of or extract from his report or valuation as an expert; and

(C) as regards any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert (other than himself) or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert (other than himself), he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement of the expert or was not a fair copy of or extract from the report or valuation of the expert; and

(D) as regards any part of the registration statement purporting to be a statement made by an official person or purporting to be a copy of or extract from a public official document, he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue, or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement made by the official person or was not a fair copy of or extract from the public official document.

das irregularidades e se manifestou expressamente contra os atributos falsos da emissão, ou então se absteve de conduzi-la; ou (ii) não estava ciente das informações falsas, e procurou o órgão regulador assim que tomou conhecimento formalmente; ou (iii) empreendeu melhores esforços na operação para garantir a veracidade das informações e ainda assim não detectou nenhuma irregularidade que poderia razoavelmente prejudicar investidores.

O item (iii) acima é uma sucinta, mas precisa descrição do processo de *due diligence*. O artigo traz uma isenção legal do dever de indenizar investidor prejudicado por emissões fraudulentas se o agente envolvido na emissão comprovar que, mediante uso de sua própria *expertise* técnico-financeira e de terceiros especializados (consultores, advogados, contadores, *underwriters*, agências de *rating* e *gatekeepers* no geral), investigou todos os aspectos possíveis da emissão de valores mobiliários e não encontrou nenhuma inconsistência relevante, e, se existente, ela estava simplesmente além do alcance razoável da fiscalização. A *due diligence* é usada ao redor do mundo por intermediários financeiros nas operações de emissões de valores e títulos mobiliários no mercado de capitais.

Transcendendo o seu propósito originário, a *due diligence* passou a servir não só para oferecer segurança ao investidor, mas também para garantir a viabilidade jurídica e econômica de operações de fusão e aquisição (*M&A*). Essas operações são compostas de quatro etapas: fase preliminar, auditoria, negociação e *closing*. Quando uma companhia tem interesse em incorporar ou se fundir com outra, elas estão diante de interesses contrapostos (uma quer “comprar barato” enquanto outra quer “vender caro”), logo é economicamente interessante para a vendedora esconder seus passivos e riscos para maximizar o valor da venda. Para mitigar possível risco moral, a compradora demanda auditoria qualitativa e quantitativa da sua contraparte para alinhar seus incentivos.

Na negociação de investimentos também estaremos diante de interesses contrapostos, já que o investidor deseja comprar a maior porcentagem possível de participação pelo menor custo possível, enquanto a empresa investida (e seus sócios) desejam abrir mão de pouca participação e ainda assim cobrar um alto custo por ela. Logo, o investidor precisa conhecer todos os aspectos jurídicos, contábeis e financeiros

relevantes para o negócio, sob pena de majorar o risco do seu aporte (ainda não estamos falando de investimento-anjo, mas sim de qualquer investimento em empresas de terceiros).

Para contornar o véu de assimetria de informação com que vendedores podem tentar cegar o potencial comprador elabora-se uma lista com todos os documentos que ilustram a realidade da empresa adquirida, geralmente depois da assinatura do *term sheet* da operação. A apresentação desses documentos deve tornar possível a identificação dos riscos e contingências escondidos no balanço da empresa antes do *closing* do negócio. A lista costuma ser dividida em duas partes: uma comercial/financeira e outra jurídica⁴¹². Em razão da multidisciplinaridade da auditoria, não é necessária maior segregação.

Nesse processo investigativo, os objetivos são verificar a consistência das demonstrações financeiras, conformidade do negócio com as leis e regulações, bem como os títulos das propriedades da auditada. Primeiramente, é verificada a exatidão das informações financeiras e contábeis da empresa, natureza dos seus ativos, os valores que lhes são atribuídos e possíveis ônus de propriedade, passivos de qualquer natureza e direitos de propriedade intelectual.

Em paralelo, são buscados riscos de toda espécie, especialmente regulatório, ambiental, trabalhista, tributário, previdenciário, consumerista, contratual e *compliance*⁴¹³. Nem sempre se limitando à potencial investida, a busca também poderá incluir seus sócios, administradores, subsidiárias, coligadas, controladoras e por vezes até alguns parceiros de negócios.

Em muitas operações de aporte de recursos, o consentimento de terceiros é necessário para prosseguimento. Por essa razão, são exigidos na *due diligence* todos os contratos financeiros e comerciais relevantes (normalmente, o critério é um valor mínimo envolvido) celebrados pela empresa que ainda produzem efeitos. Muitos contratos possuem cláusula de rescisão unilateral ou vencimento antecipado de obrigações nas hipóteses de alteração do controle societário sem anuência prévia da

⁴¹² Op. Cit. 136.

⁴¹³ Op. Cit. 371.

contraparte. Sendo assim, é importante um levantamento detalhado para mapear os terceiros que deverão oferecer *waiver* à operação como uma condição precedente para o *closing*. Não só isso, mas a avaliação dos contratos vigentes é vital para o comprador medir as obrigações em que estará submetido.

Por fim, a *due diligence* societária da investida cumpre um papel fundamental formalizando a operação. A partir de análise cuidadosa dos atos constitutivos e intermitentes da empresa, será possível evitar qualquer futuro questionamento à legitimidade da aquisição. Por exemplo, todos os estatutos sociais exigem deliberação prévia de órgãos *intra corporis* sobre determinadas matérias. Uma operação de fusão ou incorporação precisa ser autorizada em assembleia geral (art. 122, VIII, Lei 6.404/1976⁴¹⁴), mas talvez também conste do estatuto social exigência de aprovação pelo Conselho de Administração, por exemplo. Uma *due diligence* que não leve em conta esses fatores societários (entre outros, como a existência de *poison pills* e direitos de *tag along*) poderá ter sua validade contestada, além de causar prejuízos inesperados ao comprador.

De acordo com estudo sobre operações de *M&A* publicado por Raupp & Warken⁴¹⁵, o aspecto da *due diligence* que mais influencia na aceitação ou rejeição de uma operação são pareceres técnicos de prestadores de serviço especializados, especialmente sobre fatores de redução de riscos, confiabilidade dos dados, confirmação de dados, passivos omissos e contingências. Foi apontado, ainda, que o ponto de maior atrito para superação dessa etapa está na discordância entre ponta compradora e ponta vendedora de acordar a medida real em que a *due diligence* aumenta ou diminui o preço da operação.

Sendo assim, podemos concluir que a *due diligence* é fundamental no mercado de compra e venda de participação em empresas. É esperado que qualquer agente que faça

⁴¹⁴ Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011). VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

⁴¹⁵ RAUPP, Fabiano Maury; Warken, Ricardo Muller. **Utilização da Due Diligence em Processos de Fusão e Aquisição** (2009). Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/4>>. Acesso em 20.06.2017.

oferta de aquisição por participação ou ativos de uma empresa entenda e implemente esse processo de auditoria, sob pena de assumir um risco incomum e desaconselhável⁴¹⁶.

5.3.1. *Due Diligence* no investimento anjo

No mercado de investimento anjo, a auditoria legal será um pouco menos ortodoxa do que em operações societárias tradicionais. Conforme já explicado, muitos empreendimentos atraem a atenção de um investidor anjo quando aqueles se resumem a um jovem com uma boa ideia e sua garagem livre. A “investida” poderá estar em uma etapa tão incipiente que poderá nem ser uma sociedade empresária regularmente constituída: no estudo de Wiltbank & Boeker⁴¹⁷, 45% das empresas que receberam recursos de anjos ainda não geravam renda. Essa falta de rendimentos e de ativos precificáveis cria regras diferentes para o jogo de diligência prévia.

Nesses casos em há pouca ou nenhuma estrutura, o investidor anjo estará mais preocupado com a viabilidade da operação e não com patrimônio líquido. Por isso, o que ele avaliará será a capacitação do empreendedor, o projeto/modelo de negócio, estudo e segmentação de mercado, definição de público-alvo estratégias de divulgação, criação e teste com protótipo do produto oferecido, e seus ativos intangíveis⁴¹⁸.

Claro, nem sempre o empreendedor será carente de recursos antes de receber seu aporte. Se o anjo estiver interessado em uma empresa já constituída, que já auferir renda, possui funcionários contratados e uma estrutura razoavelmente operacional, a *due diligence* poderá alcançar parte dos níveis mais sofisticados de profundidade que foram descritos acima. Nesses casos, o anjo poderá mitigar o seu risco mediante avaliação de um empreendimento que já é (em alguma medida) concretizado, graças à *due diligence*.

No campo empírico, percebe-se que os esforços de *due diligence* estão intrinsecamente conectados com a possibilidade de sucesso da operação. No estudo de Wiltbank & Boeker⁴¹⁹, foi observada uma significativa correlação (crescimento diretamente proporcional) entre a quantidade de horas gastas pelo investidor no

⁴¹⁶ Op. Cit. 102.

⁴¹⁷ Op. Cit. 264.

⁴¹⁸ Op. Cit. 113, p. 90-98.

⁴¹⁹ Op. Cit. 264.

processo de *due diligence* e o lucro auferido pelo desinvestimento. Para chegar a essa conclusão, foi calculada a média de horas gastas pelos anjos a título de diligência legal, que foi de 20 horas.

Dentro da amostra observada, os anjos que gastaram mais do que a média de 20 horas na *due diligence* obtiveram um percentual de retorno de 590% do capital investido em média. Por outro lado, os anjos que ficaram abaixo daquela média de horas trabalhadas perceberam um retorno de apenas 110%. A proporção entre as horas trabalhadas e rendimentos nas saídas foi revelada como sendo praticamente direta, salvo algumas exceções que iam se tornando mais escassas conforme eram avaliadas saídas cada vez mais lucrativas.

Nessa linha, 65% dos desinvestimentos de *due diligence* abaixo da média trouxeram e prejuízo para os investidores, enquanto apenas 35% dos desinvestimentos de *due diligence* acima da média retornaram capital abaixo do que foi investido originalmente. Por fim, onde o contraste é mostrado de forma mais intensa, foi revelado que as saídas de investimentos de *due diligences* mais longas que 40 horas (um quarto da amostra) ofereceram retornos aos anjos de 710% do capital investido em média.

O *tradeoff* de uma *due diligence* aprofundada é o custo de tempo e dinheiro que o anjo irá investir em um negócio que poderá nem avançar, e por essa razão nem toda auditoria é tão sofisticada quanto deveria ser. Para compartilhar esses custos, McKaskill⁴²⁰ e Bonini et al.⁴²¹ entendem ser interessante o investimento em grupos de anjos, conforme vimos no Capítulo xxx acima.

Por fim, avaliando todos esses indicativos e pesquisa, conseguimos concluir que a *due diligence* é técnica fundamental que integra as melhores práticas do investimento anjo. Na sequência, estudaremos brevemente os riscos que serão avaliados no processo investigativo na espécie.

a) Risco de Equipe

⁴²⁰ Op. Cit. 181.

⁴²¹ Op. Cit. 311.

Boas ideias, especialmente nos grupos que anjos costumam frequentar, costumam “dez centavos cada dúzia”⁴²². Em outras palavras, abstrações mentais sobre novas formas de empreender são extremamente comuns, e, ainda assim, muitas iniciativas naufragam. Isso porque a execução da ideia é tão ou mais relevante que a ideia em si, e por isso a equipe responsável é primordial para o sucesso. É recorrente na literatura sobre anjos que o investimento é realizado majoritariamente na capacidade do empreendedor, e não na ideia que ele trouxe à mesa.

De forma generalista, podemos citar diversas listas de atributos que anjos procuram no empreendedor e equipe como pré-requisitos a futuras negociações: entusiasmo, confiabilidade e *expertise* da equipe, bem como potencial de vendas do produto oferecido⁴²³; gestão qualificada, potencial de crescimento e barreiras de entrada no mercado eleito⁴²⁴; integridade, tenacidade, inteligência racional e emocional, entendimento profundo do mercado e carisma/presença⁴²⁵. Percebemos que a avaliação subjetiva sobre a sinergia com o empreendedor é tão importante quanto é inquantificável (interessante notar que a equipe foi o maior foco nessas pesquisas, e não a rentabilidade da ideia proposta).

A *due diligence* é muito usada para aferir risco moral: conforme falamos no Capítulo xxx, o empreendedor tem incentivo econômico para omitir informações negativas sobre a *startup* quando estão apresentando-a aos potenciais investidores. O mercado de anjos entende que esse desvio é relativamente comum⁴²⁶, e uma vez que essas informações sejam descobertas no processo de *due diligence*, a confiança é seriamente prejudicada. Considerando que os dois estão estabelecendo uma relação que deverá ser duradoura em um mercado sem liquidez, poucos anjos tolerarão tentativas de ludibriação.

Um dos primeiros passos da *due diligence* dos anjos será avaliação do próprio empreendedor e do seu time para entender se há sinergia e “química” suficiente entre eles para garantir que as relações interpessoais fluirão na direção do sucesso. Isso é

⁴²² Op. Cit. 218.

⁴²³ Op. Cit. 338.

⁴²⁴ Op. Cit. 342.

⁴²⁵ Op. Cit. 400.

⁴²⁶ Op. Cit. 113, p. 112-113.

aplicável tanto na relação entre investidor e equipe (o melhor exemplo é se haverá tentativa de omitir informações negativas sobre a *startup* durante o período de *due diligence*) quanto entre os membros da equipe.

Tomando um exemplo de obstáculos interpessoais na relação entre os líderes da *startup*: investidores do capital de risco podem ver com maus olhos uma potencial investida que é liderada por pessoas de relações pessoais muito estreitas, como parentes, grandes amigos ou casais. Já que estamos falando de vínculos muito sensíveis e emotivos, temos um risco mais presente de fatores interpessoais alheios ao empreendimento interferirem na capacidade dessa equipe de trabalhar em sinergia, independente da qualidade da ideia subjacente.

A necessidade de uma boa relação entre equipe empreendedora e investidor também vem do alinhamento de expectativas sobre o futuro desinvestimento. Considerando que a maioria dos investimentos de anjos dura de três a sete anos, os fundadores precisam estar preparados para avaliar ofertas de aquisição de forma realista, e também para sair do comando da *startup* caso necessário, já que a maioria das vendas de empresa termina com afastamento dos administradores originais⁴²⁷. Um confronto entre a expectativa do anjo de remuneração e a dedicação do empreendedor ao seu projeto pode levar a obstáculos na atividade, especialmente se a *startup* enfrentar dificuldades.

Por fim, apesar de não contar exatamente como equipe do fundador, o anjo pode enfrentar a possibilidade de um dos Três F's, *family, friends and fools* (Capítulo xxx acima), deterem capital na *startup* e causarem alguns contratemplos. Conforme detalhado no capítulo apropriado desse trabalho, a atividade do empreendedor pode levar ao desgaste da relação afetiva com esses investidores, o que pode desencadear baixa *performance*. Não só isso, mas eles podem interferir com a negociação, administração ou decisão do desinvestimento da empresa. Sendo assim, o anjo deverá avaliar a risco desses familiares, amigos ou tolos no caso a caso⁴²⁸.

⁴²⁷ Op. Cit. 181.

⁴²⁸ Op. Cit. 181.

Em termos práticos, o empreendedor e seu time poderão ser avaliados em seis etapas: (i) análises de currículos para aferir experiência⁴²⁹; (ii) entrevistas para aferir aptidão e confiança; (iii) busca de informação sobre a equipe em outras redes como associações e LinkedIn para aferir impressões passadas; (iv) posicionar um membro da *due diligence* (ou o próprio anjo, se estiver tocando o processo sozinho) para acompanhar pessoalmente o dia a dia da equipe e aferir um balanço apropriado de competências e experiência; (v) contato direto com equipe para aferir todos os pontos dos itens anteriores; e (vi) estudo dos *gaps* encontrados a fim verificar contratações ou treinamentos necessários para cobri-los⁴³⁰.

Especialmente em relação às entrevistas, Lord & Mirabile⁴³¹ também indicam certos questionamentos que podem ser direcionados para a equipe administradora da *startup* com intuito de pintar o “quadro geral” dos líderes e suas inteligências intelectuais/emocionais. Conseguimos usar esses critérios para esclarecer quais as preocupações que anjos costumam ter ao avaliar os recursos humanos de uma potencial investida:

What are {CEO Name’s} strengths?
What are some areas for further development?
What’s the best way to tell {CEO Name} something you know he/she doesn’t want to hear?
How does {CEO Name} use advisors? Does he/she share everything and ask for reaction, or does he/she just come with specific (e.g. narrow questions / concerns?) How open is he/she to influence from advisors (e.g. investors?)
If {Company Name} were to fail due to leadership, it would be because of what characteristic of {CEO Name}?
Does {CEO Name} show sufficient emotional intelligence to be able to navigate the typical ups and downs of an early stage company?
Do one or more members of the management team have a proven track record and does prior track record include successful exit(s)/returned money to investors?
Does the management team have applicable domain expertise?
Does the management team have complementary skills?

b) Risco de Mercado

⁴²⁹ Alguns profissionais entendem que experiência não é um fator crucial, especialmente se estamos falando de iniciativas realmente disruptivas em que simplesmente não há prática prévia no mercado, como foi no advento do *e-Commerce* (In: LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Guide, Advise and Inspire: How Startup Boards Drive Growth and Exits**. Boston: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2017). Por outro lado, é possível que uma iniciativa disruptiva naufrague exatamente por não haver mercado para ela ainda, cabendo então a um gestor experiente tomar aquela ideia previamente tentada e torná-la rentável. Seguindo essa linha, experiência seria um fator crucial.

⁴³⁰ Op. Cit. 400.

⁴³¹ Ibidem.

Ultrapassada a avaliação preliminar que se encerra no empreendedor, conseguimos avançar para zonas mais materiais. Lord & Mirabile⁴³² indicam três fases na *due diligence* que o anjo conduz na *startup* que pretende se tornar uma investida: identificar riscos-chave que ele enfrentará; desenvolver (se ainda for viável depois da etapa anterior) a tese de investimento; e estabelecer no que ele precisa acreditar (*what needs to be believed?*), depois de contrabalançar riscos com boas perspectivas, para consumir o investimento. Sobre os riscos, ainda de acordo com os autores, nós temos:

(i) risco técnico: se o empreendedor tem acesso ao que for necessário para fabricar seu produto de forma competitiva, e se é possível implementar essa fabricação na escala necessária para movimentar o negócio. Nas palavras de Spina⁴³³, esse risco está ligado à falta de recursos materiais ou humanos para desenvolvimento do produto. Bons mitigadores envolvem a prospecção de startups que atuam com produtos e/ou mercados semelhantes e usar o *networking* do anjo para investigar como eventual risco técnico foi superado.

(ii) risco de mercado: se haverá demanda do produto pelo mercado, algo que depende de fatores internos, como o preço do produto e o custo operacional de vendas; e fatores externos, como a força da concorrência no mercado e o possível exercício de seu poder de mercado para tornar inviável a *startup*⁴³⁴, ou eventos econômicos que aumentem o custo ou diminuam a demanda. Por exemplo, uma empresa emergente pode precisar de insumos importados para desenvolver um medicamento e o valor do câmbio pode disparar, levando para o alto o custo operacional;

(iii) risco de financiamento: relacionado às futuras demandas de capital da *startup*, quanto será necessário, quais serão os agentes que poderão oferecer recursos e projeção de condições macroeconômicas do mercado financeiro e de capitais quando essa necessidade chegar;

⁴³² Ibidem.

⁴³³ Op. Cit. 113.

⁴³⁴ Por exemplo, se os concorrentes do empreendedor naquele mercado terão capacidade de forçá-lo para fora do mercado mediante táticas que forçarão aumento dos custos e vendas e R&D (risco majorado em mercados muito concentrados).

(iv) risco regulatório: presente sempre que o produto for em setor regulado e for necessária aprovação de um órgão competente. Esse risco é presente principalmente para *startups* de biotecnologia e farmacêutica, onde o empreendedor precisará de certificados ou aprovações da ANVISA ou da ANS, conforme o caso. Esse é um dos riscos que, salvo exceções, só poderão ser mitigados com o uso de advogados especialistas.

(v) risco de propriedade intelectual: não é presente em todas as situações, mas via de regra só em *startups* que têm um fluxo tecnológico de produção maior, e consiste na capacidade de constituição e defesa de propriedade intelectual para assegurar território de mercado contra terceiros concorrentes.

Uma vez finalizada a *due diligence* e estando o investidor satisfeito com os resultados encontrados, chegará o momento da negociação final do preço a ser pago e o percentual de participação concedido em troca. Essa etapa é posterior à auditoria pois qualquer discussão nesse sentido antes de uma avaliação completa da documentação da *startup* poderia estar facilmente baseada em fatos inverídicos. Como vimos em Raupp & Warken, a *due diligence* influencia fortemente no acordo do preço final da operação. Sendo assim, com todas as informações “na mesa”, as partes podem chegar a uma conclusão fundamentada sobre o preço devido.

5.4. Preço e *valuation*

O valor do aporte do investimento anjo sempre variará. No exterior, percebemos diversas faixas apontadas por pesquisas acadêmicas. Por amostragem, vejamos alguns exemplos: entre US\$ 50 mil e US\$ 75 mil nos Estados Unidos⁴³⁵, entre € 100 mil e € 300 mil na Itália⁴³⁶. Grupos de anjos também participam dessa questão com suas opiniões profissionais: Lord & Mirabile⁴³⁷ sugerem que qualquer investimento anjo inicial deve oscilar entre US\$ 10 mil e US\$ 50 mil, enquanto a Center for Venture

⁴³⁵ Op. Cit. 306.

⁴³⁶ Op. Cit. 311.

⁴³⁷ Op. Cit. 218.

Research⁴³⁸ apontou que a média nos Estados Unidos foi de US\$ 150 mil a US\$ 500 mil.

Percebemos, em síntese, que não há regra, tudo se baseando em uma questão de conveniência e oportunidade para o investidor, combinado com as condições de mercado do país. No Brasil, os primeiros investimentos anjo costumam oscilar entre R\$ 50 mil a R\$ 1 milhão, ficando na média de R\$ 250 mil a R\$ 500 mil⁴³⁹, ou de R\$ 50 mil a R\$ 500 mil (SEBRAE, 2015 – investimento anjo), associados a uma expectativa de retorno de 40% a.a.⁴⁴⁰.

O valor investido pelo anjo terá correlação direta com a participação que ele receberá na *startup*. Esse é um dos pontos fundamentais que serão negociados entre investidor e empreendedor, já que reflete diretamente no retorno do capital aportado. Conforme vimos no Capítulo xxx, o empreendedor terá incentivos para pedir o maior valor possível do investidor em troca do menor número de quotas possível. Como diz Spina⁴⁴¹, são confrontados interesse de concretizar um sonho de vida e de interesse de uma alocação eficiente de recursos que renda grandes frutos no futuro.

O valor atribuído pelo investidor a uma *startup*, que equivale ao valor que ele aportará em troca de uma participação pré-determinada, se chama *valuation*. Para fins de organização, nós colocamos essa etapa em momento posterior à *due diligence*, mas na verdade esses processos andam de mãos dadas. As informações jurídicas e comerciais encontradas na investigação refletirão diretamente na estimativa de valor considerada pelo investidor.

Na *valuation*, o anjo verifica se as projeções da *startup* são alinhadas com a sua expectativa de retorno, especialmente quanto ao *timing* do desinvestimento e expectativa de futuras rodadas de aportes. Para isso, ele projeta o valor que espera conseguir no desinvestimento e o percentual de participação que terá na investida

⁴³⁸ Op. Cit. 345.

⁴³⁹ Op. Cit. 113.

⁴⁴⁰ Op. Cit. 371.

⁴⁴¹ Ibidem.

naquele momento. Por conta dessa dependência em fatores incertos, Cássio Spina diz que parte desse processo é uma atividade de “adivinhação”⁴⁴².

A avaliação leva em conta dois valores: *premoney valuation*, que é o valor da *startup* antes de receber investimento, e *postmoney evaluation*, que é o valor projetado para ela depois de ser capitalizada pelo anjo⁴⁴³. Nesse cálculo, é importante levar em conta o número de diluições que virão de futuras rodadas de investimento na *startup*, seja por outros anjos, ou por investidores institucionais. Com essa fundamentação, anjo e empreendedor chegarão na participação e no valor que reflitam os interesses das partes⁴⁴⁴.

Cássio Spina⁴⁴⁵ entende que, via regra, o *valuation* de startups que atraem a classe dos investidores-anjos vai até no máximo R\$ 1,5 milhão, sendo a média por volta de R\$ 750 mil. Ainda nesse raciocínio, se aplicarmos a média de investimento-anjo de R\$ 400 mil, teremos uma participação de 20% a 35% na *startup* (ressaltando naturalmente que o caso concreto poderá variar fortemente em razão de inúmeras variáveis, a presente se tratando apenas de uma média apresentada por profissional experiente no mercado).

A discussão sobre participação acaba levando em conta diversos fatores. Além das projeções referentes às futuras rodadas de investimentos, o fator humano é considerado: naturalmente, o anjo costuma estar em posição mais avantajada na negociação, já que ele tem diversas outras opções de empreendedores e o mercado de capital de risco ainda oferece pouca oferta de recursos.

No entanto, o incentivo concorrencial que o anjo tem para impor condições mais rígidas no empreendedor, exigindo uma grande parcela de participação da *startup*, pode trabalhar contra os dois agentes. Como resultado dessa troca, o fundador terá menos quotas para oferecer em futuras rodadas de investimentos, e, nessa linha, ele acabará excessivamente diluído.

⁴⁴² Op. Cit. 113.

⁴⁴³ Op. Cit. 136.

⁴⁴⁴ Op. Cit. 371.

⁴⁴⁵ Op. Cit. 113.

Estamos falando de uma questão econômica e até humana: se o empreendedor perceber que já não tem participação relevante na sua própria empresa, o que limitará seu retorno quando eventualmente chegar à venda, ele começará a perder o incentivo econômico para dirigir seu empreendimento⁴⁴⁶. Em outras palavras, o estímulo do início da empreitada já não estará mais lá, porque o fundador se verá trabalhando para o sucesso dos seus capitalizadores, e não para si mesmo.

Em algumas situações, pode acontecer um consenso entre os investidores para que eles devolvam parte da participação para o empreendedor, e assim manter o seu entusiasmo. No entanto, isso é mera liberalidade dos agentes capitalizadores, e provavelmente para chegar a esse ponto eles verão grande valor no empreendedor, e na perda de *performance* que sua falta de incentivos causará.

Um bom mitigador para as eventuais discordâncias entre anjo e empreendedor sobre qual seria um *valuation* justo para a *startup* é o seguinte método: as partes celebram o contrato com base em um *valuation* intermediário entre as opiniões dos dois e com uma cláusula de reajuste de participação com base nos resultados futuros. Em outras palavras, se as projeções feitas pelo empreendedor para a *startup* forem as que mais corresponderem à realidade no decorrer das atividades, a sua participação será majorada de forma proporcional, e vice-versa⁴⁴⁷.

Já a taxa de desconto equivale ao custo do capital do anjo através do tempo, de forma similar ao sistema de juros bancários, mas com uma forma de cálculo diferente. De acordo com Cássio Spina, o custo do dinheiro do anjo será sempre muito mais caro que o custo do dinheiro de um empréstimo bancário (quatro ou cinco vezes mais), já que o investidor está tomando o risco do negócio.

Uma vez que as partes tenham concordado em um *valuation* e no percentual de participação, eles assinarão o contrato que formalizará o investimento na *startup*. Entendamos a natureza desse instrumento e qual a tradição do mercado.

5.5. Instrumento preferido pelo investidor e modelo societário da investida

⁴⁴⁶ Ibidem.

⁴⁴⁷ Op. Cit. 113.

No Brasil, até 2016, o instrumento preferido entre os investidores-anjos era o contrato de mútuo conversível em participação societária, um modelo bem visto no exterior⁴⁴⁸ que foi importado pelos anjos brasileiros. Nesse contrato, o anjo aporta seu capital para a *startup* inicialmente na forma de dívida, e não de participação, por um período determinado.

Se o investidor enxergar boa possibilidade de sucesso no decorrer desse período, ele poderá converter o mútuo em participação da sociedade. Dependendo do que foi negociado, o investidor poderá pedir a conversão (i) a qualquer momento; (ii) ao verificar que foi cumprida certa condição (ex: faturamento anual de R\$ 100 mil a partir do terceiro ano); ou (iii) ao final do prazo contratual.

Como não é previsto na lei, alguns defendem que o contrato de mútuo conversível é contrato atípico nos termos do art. 425 do Código Civil⁴⁴⁹, como Ramos, Perroni & Luz⁴⁵⁰. Ele pode ser visto como contrato de mútuo ordinário com opção de conversão da dívida em *equity*, mas também pode ser visto como contrato compra de participação a prazo e com condições suspensivas. De qualquer forma, considerando as diferentes características mescladas dos dois contratos, podemos entender que é possível o risco de alguns interpretarem o mútuo conversível como atípico.

Caberia nesse momento uma breve consideração sobre o risco do mútuo conversível ser desafiado ou desconsiderado perante o Judiciário pela sua natureza atípica. Considerando que o Código Civil permite a celebração de contratos atípicos, desde que observados os princípios gerais dessa classe, a pergunta seria sobre a compatibilidade do mútuo conversível com as cláusulas gerais de boa-fé, função social do contrato etc. Conforme abordamos acima, ele conta com características de mútuo ordinário e de compra de participação que são contratos típicos. O fato delas estarem

⁴⁴⁸ Op. Cit. 307.

⁴⁴⁹ Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

⁴⁵⁰ RAMOS, Pedro H.; PERRONI, Diogo; LUZ, Felipe B. **A regulação do Investimento-Anjo no Brasil: comentários e perspectivas a respeito da Lei Complementar 155/2016**. Disponível em: <<http://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Texto-Completo-Regulac%CC%A7a%CC%83o-do-Investimento-Anjo.pdf>>. Acesso em 28.04.2017.

mescladas, em primeiro momento, não parecer romper com qualquer princípio geral dos contratos.

Além da compatibilidade do mútuo conversível com as normas gerais do Código Civil, haveria outra possível linha de defesa. Esse contrato se tornou a forma mais habitual de investimento anjo no Brasil, conforme observam Lobo & Potenza⁴⁵¹ e Ramos, Perroni & Luz⁴⁵². Com a solidificação dessa prática ao redor da qual os agentes econômicos de estruturaram, poderíamos defender que o seu uso entre os anjos configura verdadeiro costume, uma norma endógena do mercado.

De acordo com Paula Forgioni⁴⁵³, os costumes mercantis são fonte do Direito Comercial, estabelecendo diretriz crucial do seu funcionamento para os agentes que nele atuam. A prática reiterada traz regularidade do agir e possibilidade de previsão do comportamento que será adotado pela contraparte do agente. Essa segurança não é só econômica, mas também jurídica, considerando a inexistência de jurisprudência prejudicial contra uma prática adotada pelo mercado até o momento.

Lembramos também que a Lei de Introdução ao Direito Brasileiro (“LINDB”) diz expressamente no seu art. 4º que, quando não houver resposta na lei, o juiz deverá decidir um caso de acordo com analogia, costumes e princípios gerais do direito. Seguindo a mesma lógica, o Código Comercial dos Estados Unidos define usos e costumes mercantis como "*usage of trade*", que são:

any practice or method of dealing having such regularity of observance in a place, vocation, or trade as to justify an expectation that it will be observed with respect to the transaction in question. The existence and scope of such a usage must be proved as facts. If it is established that such a usage is embodied in a trade code or similar record, the interpretation of the record is a question of law⁴⁵⁴.

Em nossa visão, o fato do mercado de anjos adotar o mútuo conversível como seu instrumento de preferência a ponto de ter sido constituído um costume, bem como não haver decisão judicial apontando em direção contrária, revela mitigador para o risco da

⁴⁵¹ Op. Cit. 136.

⁴⁵² Op. Cit. 450.

⁴⁵³ Op. Cit. 54.

⁴⁵⁴ *Uniform Commercial Code, § 1-303. Course of Performance, Course of Dealing, and Usage of Trade.*

prática ser questionada no futuro em razão de uma suposta atipicidade ilícita. Leis, atos dos agentes econômicos e jurisprudência refletem uma complexa interação que deve ser respeitada por qualquer eventual julgador de controvérsias mercantis. Finalizando essa breve digressão com palavras de Forgioni: “*o direito da vida mercantil mistura-se às regras postas pelo Estado e, nessa ambiência, exsurge o regramento do mercado*”.

Lobo & Potenza⁴⁵⁵ apontam duas razões para essa preferência dos anjos brasileiros: (i) investidores de uma sociedade limitada são divulgados como quotistas a partir do seu registro da Junta Comercial, criando uma exposição indesejada e criando risco de ter seu patrimônio atingido por eventual desconsideração da personalidade jurídica da *startup*; e (ii) classificação do capital investido como dívida da *startup*, permitindo o anjo uma posição superior em eventual processo concursal de recuperação judicial, liquidação ou falência (art. 153 da Lei nº 11.101/2005). Em outras palavras, é a possibilidade do anjo diferir o momento em que vai escolher participar do risco do negócio (sócio) ou só do risco de crédito (credor).

Esses dois itens têm em comum um desejo do investidor por segurança, ou, no limite, de mitigação dos riscos já consideráveis da sua atividade. Anjos conseguem segurança jurídica ao se blindarem de execuções movidas contra suas investidas e conseguem segurança econômica ao não assumirem o risco do negócio na largada. Se o empreendedor falhar por qualquer razão, o investidor poderá tentar resgatar parte do seu capital antes que ele seja completamente consumido por outros credores, bem como ficará imune a tentativas de desconsideração perpetradas por eles.

Por outro lado, se a *startup* conseguir sucesso e demandar mais capital após aproveitar todos os recursos dados pelo anjo, ele poderá converter o mútuo em participação da sociedade e assumir oficialmente o risco do negócio. Nessa etapa, a depender da maturidade da empresa, ela poderá alterar o tipo da sociedade. Vejamos a prática do mercado de empreendedores sobre tipos societários:

a) Microempreendedor Individual

⁴⁵⁵ Op. Cit. 136.

Muitas iniciativas econômicas brasileiras nascem no regime de microempreendedor individual (“MEI”), que foi trazido pela Lei Complementar 128 para reduzir o número de trabalhadores informais no Brasil com um sistema prático, desburocratizado e pouco custoso para regularização⁴⁵⁶.

De acordo com seu art. 18-A, que regulamenta o instituto, considera-se MEI o empresário individual que tenha auferido receita bruta, no ano-calendário anterior, de até R\$ 36 mil (ou até R\$ 81 mil a partir de 01.01.2018, nos termos da Lei Complementar 155), optante pelo Simples Nacional e que não esteja impedido de optar pela sistemática prevista neste artigo. No início das atividades, o limite de receita será de R\$ 3 mil multiplicados pelo número de meses entre o início da atividade e o final do ano-calendário, consideradas as frações de meses como um mês inteiro.

É proibido o enquadramento no MEI do empreendedor que: (i) admitir sócios, a não ser que queira se tornar uma sociedade limitada (art. 968, §3º do Código Civil⁴⁵⁷); (ii) cuja atividade seja tributada pelos Anexos IV ou V da Lei Complementar nº 123, salvo autorização relativa a exercício de atividade isolada; que possua mais de um estabelecimento; (iii) participe de outra empresa como titular, sócio ou administrador; (iv) contrate empregado, exceto se for um único empregado que receba exclusivamente um salário mínimo ou o piso salarial da categoria profissional (§4º do art. 18-A da Lei Complementar 128).

Com a regularização, é concedido um CNPJ ao MEI, e assim ele poderá negociar preços, prazos e condições com fornecedores, oferecer seus produtos para entidades (públicas e privadas) que exigem certidão de regularidade fiscal e usufruir das iniciativas públicas voltadas para o desenvolvimento dos pequenos negócios, como do SEBRAE ou FINEP⁴⁵⁸.

⁴⁵⁶ FENACON. **Guia Prático do Microempresário Individual MEI**. Disponível em: <http://www.sescontupa.org.br/downloads/guia_pratico_empreendedor_individual.pdf>. Acesso em 27.05.2017.

⁴⁵⁷ Art. 968: A inscrição do empresário far-se-á mediante requerimento que contenha: (...) §3º: Caso venha a admitir sócios, o empresário individual poderá solicitar ao Registro Público de Empresas Mercantis a transformação de seu registro de empresário para registro de sociedade empresária, observado, no que couber, o disposto nos arts. 1.113 a 1.115 deste Código.” (NR)

⁴⁵⁸ Op. Cit. 456.

O benefício de começar como MEI é um regime tributário extremamente leve, que determina um recolhimento mensal fixo de aproximadamente R\$ 50 mensais. Sendo assim, é aconselhável que o empreendedor implemente seu registro como MEI o quanto antes para evitar dificuldades administrativas ou comerciais, devendo recorrer a um especialista caso necessário.

b) Sociedade Limitada

A constituição de sociedade de responsabilidade limitada, regida pelos arts. 1.052 a 1.087 do Código civil, é a forma societária mais eficiente em termos de custo de manutenção. Essa estrutura é a mais frequentemente adotada por *startups* em estágio embrionário e inicial que no MEI por qualquer motivo⁴⁵⁹, sendo que algumas preferem optar pelo uso da EIRELI⁴⁶⁰.

Além do baixo custo operacional, uma razão crucial para a adoção da sociedade limitada é a autorização legal para seu enquadramento no regime do Simples Nacional, aliviando fortemente a carga tributária da *startup* conforme detalhamos no Capítulo xxx.

Por outro lado, a desvantagem da sociedade limitada é o fato de qualquer sócio ter necessariamente que ingressar mediante alteração no contrato social, que deve ser registrado perante a Junta Comercial, e, assim, aberto ao público. O conhecimento acerca da existência do anjo pode levar credores da *startup* a tentarem aplicar a desconsideração da personalidade jurídica (estudada extensivamente no Capítulo xxx) para atingir o patrimônio pessoal do investidor.

Esse risco, no entanto, é mitigado pelo uso do contrato de mútuo conversível, já que é negócio jurídico de natureza eminentemente privada e, portanto, oferece ao anjo a confidencialidade que procura para se resguardar de execuções indevidas⁴⁶¹.

Temos, ainda, um ponto materialmente tributário na sociedade limitada. Como sabemos, o preço pago pelo investidor anjo no seu aporte leva em conta projeções

⁴⁵⁹ Op. Cit. 136.

⁴⁶⁰ Op. Cit. 186.

⁴⁶¹ Op. Cit. 136.

futuras sobre o possível sucesso do empreendimento. Naturalmente, isso significa que o valor investido será superior ao valor patrimonial da sua participação no investimento, que leva em conta apenas o cenário estático dos ativos da *startup*.

Para equilibrar esses dois valores a fim de que “a conta fechasse” no balanço da empresa, a Lei nº 6.404/1976 autorizou as sociedades anônimas a contabilizar a diferença entre eles como reserva de capital⁴⁶². A relevância dessa manobra contábil é que reservas de capital não integram as receitas comerciais da companhia, e, logo, não compõem a base do lucro real (onde incide tributação de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido). Essas reservas permanecem no patrimônio para futuro uso como aumento de capital ou absorção de prejuízos⁴⁶³.

Teoricamente, esse benefício estaria restringido a sociedades anônimas. No entanto, considerando que o art. 1.053 do Código Civil autoriza que uma sociedade limitada disponha no seu contrato social que ela será regida supletivamente pela Lei nº 6.404/1976⁴⁶⁴, podemos compreender que a operação de contabilização de excesso de capital pode ser igualmente autorizada para limitadas. De acordo com esse pensamento, uma *startup* em estágio embrionário constituída como limitada poderia registrar parte relevante do capital que recebeu de um anjo como reserva não tributável, e assim usá-la posteriormente para satisfazer seus próprios fins.

De início, a Receita Federal tentou descaracterizar essas movimentações de limitadas por entender que o art. 182, §1º, alínea “a” da Lei nº 6.404/1976 era incompatível com a natureza enxuta daquelas sociedades. No entanto, o Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (segunda instância administrativa da Receita

⁴⁶² Art. 182. A conta do capital social discriminará o montante subscrito e, por dedução, a parcela ainda não realizada.

§ 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem:

a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias;

⁴⁶³ MOREIRA, Joaquim Manhães. **A contribuição do sócio em excesso ao capital social na sociedade limitada** (2012). Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI151963,21048-A+contribuicao+do+socio+em+excesso+ao+capital+social+na+sociedade>>. Acesso em 19.06.2017.

⁴⁶⁴ Art. 1.053. A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples.

Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.

Federal) se posicionou a favor das limitadas⁴⁶⁵, evitando um grande desincentivo para o uso desse tipo societário para as *startups* investidas por *Venture Capital*.

c) Sociedade Anônima

Conforme já estudamos no Capítulo xxx, as sociedades anônimas não são uma estrutura societária viável para *startups* em razão da carga tributária mais onerosa e necessidade de maior controle operacional. A Lei dos Anjos foi criticada por alguns advogados, inclusive, por não ter ampliado o leque de tipos societários aptos para enquadramento no Simples Nacional para permití-lo a sociedades anônimas.

Em que pese essa limitação, de acordo com Pedro Wehrs Fernandes⁴⁶⁶, investidores se sentem mais confortáveis em investir em sociedades anônimas. Isso se deveria à preferência por um regime de separação patrimonial mais rígido, bem como uma estrutura mais interessante para receber investimentos, considerando que acionistas são anônimos, sendo a transferência das ações que recebem registradas em livro (e não com alteração contratual registrada perante a Junta Comercial). Naturalmente, sociedades anônimas também contam com o benefício de registro contábil de excesso de capital comentado no capítulo acima.

Por essa razão, algumas cláusulas de contratos de aceleração e de investimento-anjo preveem a obrigatoriedade de conversão da *startup* em sociedade anônima a partir do cumprimento de certos objetivos. Logo, ainda que haja interesse nessa eventual conversão, a *startup* ainda não chegou nesse marco ainda, e assim o foco dos anjos será via de regra em MEI's ou sociedades limitadas.

Já Fundos *Venture Capital* preferem investir em sociedades anônimas de capital fechado⁴⁶⁷, em razão da superioridade operacional e maior facilidade de aplicação dos mecanismos contratuais de controle da companhia (técnicas de *hard monitoring*, conforme estudaremos no Capítulo xxx). Isso também é uma decorrência lógica da faixa de tamanho mínimo habitual preferida por Fundos *Venture Capital*.

⁴⁶⁵ CARF: Recurso Voluntário nº 13899.002346/2003-88, 1ª Seção, 2ª Turma, data da publicação em 18.02.2010.

⁴⁶⁶ Op. Cit. 186.

⁴⁶⁷ Op. Cit. 371.

Por fim, restando superado o ponto acerca da estrutura que deve ser adotada pela *startup* e enfim assinado o contrato de investimento, começa então o período que determinará de fato o sucesso ou insucesso da operação: o dia a dia da *startup* agora que ganhou capital para estruturar e expandir suas atividades, bem como um mentor que oferece todos os benefícios inerentes ao *smart money*.

Nos debruçemos por um momento sobre esse último ponto.

5.6. Influência e mentoria no empreendimento

Conforme já vimos, uma parte vital do investimento de risco é a capacidade de influenciar a administração da atividade econômica. É um cenário simples: um empresário bem-sucedido, com notório saber negocial e grande *pool* de recursos vê potencial em um jovem empreendedor que tem uma boa ideia, mas sem mentoria ou recursos (claro que nem sempre é o caso, já que alguns negócios nascem mais abastados do que outros). Essa mentoria, em conjunto a eventuais benefícios de *networking*, é a razão do investimento anjo ser chamado de *smart money*.

A importância da participação ativa do anjo na gestão do negócio é bilateral: para ele, é uma forma de garantir que seu capital será bem alocado pelo time de gestão e maximiza as chances de um retorno positivo, e, para o empreendedor, é uma fonte de *expertise* colhida por alguém com mais experiência no mundo empresarial, mitigando a chance de erros comuns na condução da empresa.

A literatura econômica e o mercado afirmam contundentemente que a mentoria e contatos oferecidos pelo anjo são tão relevantes quanto seu capital para o sucesso da sociedade investida. Segundo Wetzell, em adição a levantar capital, a missão do empreendedor é achar investidores com uma combinação de treinamento e experiência que irão contribuir para o sucesso do empreendimento.

Wiltbank & Boeker afirmaram que a intensidade da mentoria tem correlação com nível de sucesso do empreendedor⁴⁶⁸. De acordo com seu estudo, anjos que se reuniam com seus empreendedores na média de duas vezes por tinham retorno de 3,7x dentro de quatro anos. Por outro lado, anjos que faziam essas reuniões na média de duas vezes por ano recebiam em média 1,3x dos seus capitais em 3,6 anos. Ou seja, a frequência e qualidade da participação do investidor na condução dos negócios afetava diretamente os ganhos auferidos.

Que deve haver participação proativa do investidor de *smart money*, investidores anjos e Fundos *Venture Capital* são bem alinhados. A diferença está na forma com que é implementada a influência do agente capitalizador. Tradicionalmente, de acordo com Bonini et al.⁴⁶⁹, fundos preferem coordenar suas investidas com mecanismos societários e cláusulas contratuais. Como é relativamente comum que o fundo consiga uma cadeira no conselho de administração da empresa, esse é um controle mais mecânico, também chamado de *hard monitoring*. Vejamos uma lista exemplificativa de McKaskill⁴⁷⁰ sobre as cláusulas mais usadas por Fundos *Venture Capital*:

- (i) *voting trust*: empreendedores são forçados a abrir mão de suas cotas se não atingirem certos marcos de performance estabelecidos no caso a caso, e em alguns desses casos o gestor tem a capacidade de tomar o controle da empresa;
- (ii) *unlocking provision*: se vier uma oferta de aquisição que o fundo deseje aceitar, mas um participante não queira, ele deverá comprar a participação do fundo no preço ofertado pelo terceiro;
- (iii) *put provision*: direito do fundo de vender a empresa ao “maior lance” se não conseguir um desinvestimento na data prevista no contrato de investimento;
- (iv) *registration and public offering provision*: direito do fundo de requerer um IPO a partir de certa data prevista no contrato, ou, se não houver condição financeira para tal, alienar a *startup*;
- (v) *piggyback option*: direito do fundo de venda conjunta sempre que os controladores venderem suas cotas;

⁴⁶⁸ Op. Cit. 264.

⁴⁶⁹ Op. Cit. 311.

⁴⁷⁰ Op. Cit. 181.

(vi) *tag along* e *drag along*: direito do fundo de participar ou forçar uma aquisição, conforme veremos no Capítulo xxx.

Anjos também podem usar essas cláusulas em cenários de *stress* financeiro, como veremos no Capítulo xxx, mas também podem seguir outra linha. Eles são mentores dos seus empreendedores, que é um título atribuível a seres de grande sabedoria. Esse conceito remete a um controle mais informal, consistente em alto envolvimento na investida por visitas rotineiras, interações com empreendedores e outros controles que são baseados na consultoria e confiança: podemos chamar isso de *soft monitoring*⁴⁷¹.

Nessa linha, em pesquisa de 215 investimentos anjo em 143 empresas dos Estados Unidos, no período de 1994-2001, foi visto que poucos anjos implementam de fato os mecanismos societários/contratuais que constam dos acordos de investimento com suas investidas, deixando-os apenas para situações de *stress*⁴⁷². Os controles substitutos apontados foram a *expertise* na indústria de atuação da atividade e as relações estabelecidas com o empreendedor e seu time, magnificada pela habitual proximidade geográfica. Considerando que o anjo investiu no empreendedor, ele não interferirá a não ser que veja a *startup* indo em direção ao abismo. Nesses casos extremos, ele poderá ativar:

- (i) cláusulas antidiluição para futuras rodadas de investimento⁴⁷³;
- (ii) poder de veto contra decisões que versam sobre determinadas matérias de alta relevância⁴⁷⁴;
- (iii) tomada temporária de controle da gestão na ocorrência (ou não ocorrência) de certos eventos pré-determinados⁴⁷⁵;
- (iv) regime diferenciado de liquidação ou de preferência de liquidação, conforme Osnabrugge & Robinson⁴⁷⁶ e Lobo & Potenza⁴⁷⁷; e

⁴⁷¹ Op. Cit. 311.

⁴⁷² WONG, Andrew; et al. **Angel finance: the other venture capital** (2009). Disponível em: <https://quebeccityconference.com/wp-content/themes/qcciiir-v2.5/uploads/2012/ppf/papers/12-Wong_Bhatia_Freeman_Angel_Finance_The_Other_VC.pdf>. Acesso em 25.03.2017.

⁴⁷³ Op. Cit. 472.

⁴⁷⁴ Op. Cit. 472.

⁴⁷⁵ Op. Cit. 472.

⁴⁷⁶ Op. Cit. 338.

⁴⁷⁷ Op. Cit. 136.

(v) posição na diretoria ou conselho de administração da *startup*, especialmente para investimentos mais altos (Wong, Bhatia & Freeman⁴⁷⁸ e Osnabrugge & Robinson⁴⁷⁹).

Nos aprofundando sobre os benefícios específicos que a mentoria e *soft monitoring* trazem, percebemos que a posição ativa do anjo na empresa traz benefícios que são classificados de diversas formas pela literatura econômica sobre o tema. Sem prejuízo de outras definições, Politis⁴⁸⁰ ensina que há quatro grandes atributos da influência trazida pelo *smart money*, uma vez que os anjos:

(i) trazem *networking*: como agente de valiosos vínculos sociais e transitor dos meios de investimento, anjos podem apresentar o empreendedor a valiosos *stakeholders* das suas redes de relacionamento. Podemos falar de potenciais investidores para as futuras rodadas de aportes, de empreendedores da mesma área de atuação que podem se interessar em fundir recursos para avançar em pesquisa e desenvolvimento ou até fazer proposta de aquisição, entre outros.

(ii) oferecem o papel de mentores/*coaches*: desenvolvimento de relação de confiança com o empreendedor, de forma que o anjo funcione tanto ativamente (um conselheiro), quanto passivamente (um “teste” pelo qual o empreendedor filtra suas estratégias, ideias e impressões gerais sobre futuros rumos a tomar).

(iii) agregam no direcionamento estratégico: uso da experiência profissional do anjo para monitorar performance de caixa, formular estratégia de negócios, refinar as habilidades da equipe administradora e oferecer conselhos operacionais⁴⁸¹. A capacidade do anjo de contribuir com esses valores só aumenta com seu tempo de carreira no capital de risco, já que ele vai participando de cada vez mais empreendimentos.

⁴⁷⁸ Op. Cit. 472.

⁴⁷⁹ Op. Cit. 338.

⁴⁸⁰ POLITIS, Diamanto. **Informal investors and value added: what do we know and where do we go?** (2008). Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/247518655_Business_Angels_and_Value_Added_What_Do_We_Know_and_Where_Do_We_Go>. Acesso em: 21.04.2017.

⁴⁸¹ Op. Cit. 472.

(iv) contribuem com seus valores empreendedores: muitas vezes, anjos se veem como co-empresendedores do que apenas capitalizadores de empreendimentos⁴⁸², especialmente dado que esse foi o passado de muitos deles, como observaram Shane⁴⁸³ e Osnabrugge & Robinson⁴⁸⁴. Logo, inevitavelmente serão agregados alguns valores menos tangíveis como manter o foco, dividir a pressão de empreender e oferecer uma visão do conjunto da obra, tudo isso enquanto oferece um par de mãos inovadoras que já alcançaram sucesso no passado.

Independente de todos esses benefícios citados por Politis, é claro que “química” entre investidor e empreendedor é importante. Estamos falando de uma relação fortemente pessoal e que poderá se estender por vários anos. Logo, é importante que o anjo tenha em mente que uma equipe sinérgica é tão importante quanto a ideia na hora de decidir se investirá ou não.

Em contrapartida, é importante que a *startup* também valorize o anjo como mais do que uma “carteira falante”, tomando iniciativas como envio de *reports* periódicos sobre o negócio e mostrando que não irá se aproveitar da assimetria de informação⁴⁸⁵, bem como balancetes, demonstrativos de resultados e cópias dos extratos bancários⁴⁸⁶, tendo em vista o desejo do anjo de ser um co-empresendedor do negócio.

Lord & Mirabile⁴⁸⁷ estimam que um anjo que assuma formalmente o papel de diretor ou conselheiro de uma *startup* deverá dedicar pelo menos 100 horas/ano no ofício, divididas em: 6 a 12 reuniões com diretoria por ano, com 1 hora de preparação e 3 horas de duração (24 a 72 horas); 1 ou 2 *calls* semanais de meia hora com empreendedor sobre time, finanças e estratégia (13 a 26 horas); e 10 ou mais horas para atividades diversas de 1 hora cada, como reuniões, busca por investidores para novas rodadas, entre outras (10 ou mais horas). Logo, é importante manter em mente o quanto a rotina demanda para assumir esse compromisso.

⁴⁸² LINDSAY, Noel J. **Do business angels have an entrepreneurial orientation?** Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance. Vol. 6. Nova York: Routledge, 2004, pp. 197-210.

⁴⁸³ Op. Cit. 307.

⁴⁸⁴ Op. Cit. 338.

⁴⁸⁵ Op. Cit. 218.

⁴⁸⁶ Op. Cit. 113.

⁴⁸⁷ Op. Cit. 400.

5.7. Desinvestimento

Esse é o grande momento do investidor anjo. Depois de todo o processo de investimento, desde a prospecção até o monitoramento da *startup*, depois de todos os esforços empreendidos para tornar uma boa ideia e uma promissora equipe em uma atividade rentável e atraente aos olhos do mercado, chega o momento do grande pagamento. O desinvestimento é chamado de *exit* na literatura estrangeira porque representa o corte do vínculo societário entre anjo e empreendedor.

Como já estudamos, *Venture Capital* é dotado de um caráter finito. A ambição dos investidores não é permanecer na investida indefinidamente, mas sim maximizar o valor da participação adquirida e aliená-la no futuro com grandes retornos de capital⁴⁸⁸. Essa saída do investidor será sempre pela alienação total ou parcial da participação que detém na *startup* para terceiros. A operação que materializará o desinvestimento poderá ser um contrato de compra e venda, originado de uma oferta de aquisição formulada por terceiro; ou mediante abertura do capital da *startup* em bolsa com emissão de ações ao público investidor.

Via de regra, o desinvestimento acontece entre três a sete anos a contar da capitalização inicial pelo anjo, conforme observado por Lobo & Potenza⁴⁸⁹, por McKaskill⁴⁹⁰ e pela Anjos do Brasil⁴⁹¹. É menor que a duração de 10 a 14 anos tradicional dos Fundos *Venture Capital*, mas é um tempo em que o capital do investidor estará parado, graças à iliquidez inerente ao mercado das *startups*. No Brasil, essa situação é especialmente gravosa, dado o enxuto mercado de inovação que temos estruturado.

Tão enxuto que é nosso mercado que facilita a compreensão do nome dado às oportunidades de desinvestimento pela literatura: independentemente de qual será a estratégia de saída, o evento que permite ao investidor a saída do empreendimento é

⁴⁸⁸ Op. Cit. 121.

⁴⁸⁹ Op. Cit. 136.

⁴⁹⁰ Op. Cit. 181.

⁴⁹¹ Op. Cit. 371.

chamado pelos estudos do mercado (tal como da NVCA⁴⁹² e ABDI⁴⁹³) de “evento de liquidez”.

A razão por trás desse nome é simples: como já estudamos, o mercado de *Venture Capital* é majoritariamente ilíquido, sendo regra um capital investido em *startup* permanecer parado por anos até que surja uma oportunidade de aliená-lo a um terceiro interessado. Sendo assim, quando surge essa chance, o seu capital é dotado de imediata liquidez, possivelmente trazendo consigo os retornos exponenciais que o investidor objetivou quando investiu na *startup*.

Voltando às diferentes espécies de evento de liquidez, nós podemos conceituar uma aquisição privada de controle como uma operação decorrente da prévia negociação entre o controlador alienante e o adquirente, na qual, entre outras condições, são estabelecidas contratualmente a quantidade das quotas ou ações que serão alienadas e o preço que deverá ser pago por essa participação⁴⁹⁴.

Conforme ensina McKaskill⁴⁹⁵, as operações de desinvestimento privado das *startups* podem ser categorizados em venda financeira e venda estratégica. Se o comprador desejar a empresa pela sua capacidade atual e potencial de gerar lucros, estaremos diante de uma venda financeira. Se o comprador for uma companhia que deseja a *startup* por vislumbrar alguma vantagem concorrencial que terá após a aquisição, será então uma venda estratégica.

A espécie de operação que vai proporcionar ao investidor sua saída, se será financeira, estratégica, ou uma combinação de ambas (a depender da estrutura da compradora), será determinada pela forma com que o empreendedor escolheu desenvolver seu empreendimento. Em outras palavras, precisamos avaliar como o produto oferecido pela *startup* produz valor para o terceiro interessado em comprá-la.

a) Venda financeira

⁴⁹² Op. Cit. 46.

⁴⁹³ Op. Cit. 121.

⁴⁹⁴ Op. Cit. 65.

⁴⁹⁵ Op. Cit. 181.

O conceito em si é abstrato e pode sim levar a zonas cinzentas, então nos aprofundaremos nele. Na venda financeira, será crucial que a *startup* possua boas possibilidades de crescimento e capitalização, e também é importante se ela já estiver com fluxo de caixa positivo, já que o comprador pretende usá-la como uma fonte de renda, perpetuando a atividade já empreendida pelos fundadores.

Startups suscetíveis a aquisições financeiras costumam ser das áreas de serviços, *marketing*, consultoria empresarial, distribuição, transporte de mercadorias, varejo, *wholesalers*, importação-exportação, agronegócio, gráficas, *professional practices*, construção civil, manufaturas com baixa complexidade e afins, que juntos formam um grande grupo de negócios que exercem a mesma atividade que muitos outros negócios⁴⁹⁶. Ou seja, via de regra, a atuação lucrativa em mercado pré-existente já é suficiente para atrair compradores financeiros, ainda que não seja uma iniciativa realmente disruptiva.

Percebemos aqui como os anjos se beneficiam da sua cultura versátil de investimentos e da disposição para investir em qualquer segmento comercial desde que haja boas perspectivas⁴⁹⁷. Essas iniciativas comerciais, ainda que não sejam tão sofisticadas quanto as áreas de tecnologia, ainda cumprem o objetivo de trazer lucro para o bolso do investidor no final do dia por meio de aquisições financeiras.

b) Venda estratégica

Por outro lado, quando falamos de aquisições estratégicas, o comprador provavelmente nem se importará se a *startup* está gerando ou poderá gerar renda no futuro. O interessado, que costuma ser uma grande companhia já estabelecida no mercado, desejará usar os ativos da empresa para potencializar seus próprios lucros ou contra-atacar uma ameaça concorrencial⁴⁹⁸, o que, na prática, será feito com desenvolvimento da qualidade do seu produto, otimização organizacional e/ou cortes de despesas. Em outras palavras, o comprador assimila os ativos da *startup* na sua própria grande organização para expandir e reforçar sua posição no mercado.

⁴⁹⁶ Op. Cit. 181.

⁴⁹⁷ Op. Cit. 307.

⁴⁹⁸ Op. Cit. 181.

Avaliando esse quadro, percebemos que algumas *startups* não são destinadas, ou sequer são criadas, para atuar independentemente no mercado. Temos diversos fatores limitantes como capacidade de produção industrial, redes de distribuição e poder de marca. Essas limitações geralmente são menores para as grandes corporações, e por isso o produto da *startup* gerará mais valor nas mãos dessas companhias. Um exemplo clássico é no setor de biotecnologia: uma grande companhia farmacêutica opera a aquisição de uma *startup* que criou e patenteou certo medicamento, mas que chegou na etapa de testes clínicos, um fator limitante por envolver grandes despesas⁴⁹⁹.

Para que a decisão de compra estratégica seja eficiente, o custo de tempo e recursos para desenvolver um ativo semelhante dentro da companhia do comprador estratégico deve ser alto demais comparado à opção de adquirir a *startup*, tornando mais eficiente apenas comprá-lo. De acordo com Lameira, o estabelecimento da fronteira eficiente entre produzir através da empresa ou adquirir no mercado é a função do balanço entre os custos de transação pelo mercado (conforme definição do Capítulo 1) e custos de administração pela empresa (custos internos referentes a internalizar a inovação)⁵⁰⁰.

Nessa linha, conforme vimos em Lerner⁵⁰¹, essa internalização pode envolver grandes custos de capital e tempo para implementar, sendo necessária a busca por profissionais, criação de linhas de comando, sistemas internos, entre outros.

Já avaliamos nesse estudo um investidor que muitas vezes selecionará *startups* com objetivo de realizar uma aquisição estratégica no futuro: os Fundos *Corporate Ventures* (Capítulo xxx).

Conforme observamos, esses fundos investem em empresas com projetos inovadores que poderão agregar grande valor à companhia que os instituiu. De acordo com McKaskill⁵⁰², é por isso que acontecem algumas aquisições de *startups* ainda incipientes por valores muitas vezes maiores do que valem: porque grandes companhias

⁴⁹⁹ OECD. **OECD Reviews of Innovation Policy: France**. Paris: OECD, 2014.

⁵⁰⁰ Op. Cit. 111.

⁵⁰¹ Op. Cit. 269.

⁵⁰² Op. Cit. 181.

vislumbraram uma chance de impulsionar fortemente seus negócios com a proposta dessas pequenas empresas. Bons exemplos são as aquisições do Instagram e do Whatsapp pelo Facebook.

Reforçamos, ainda, um ponto estabelecido quando falamos de Fundos *Corporate Ventures*: quanto mais cedo o comprador estratégico abordar a *startup*, menos ele desembolsará para tirá-la das mãos do empreendedor (e de outros investidores, conforme o caso), já que quanto mais tempo passa com a empresa criando suas bases, menor é o risco assumido pelo comprador.

Se a companhia interessada na inovação não contar com um Fundo *Corporate Venture*, ela poderá esperar a maturação da *startup* e fazer oferta de aquisição quando ela já houver se desenvolvido com recursos de outros investidores com menos aversão ao risco.

Negócios que são objeto de vendas estratégicas costumam estar, além da biotecnologia, nas áreas de tecnologia da informação, R&D, exploração mineral, agrotecnologia, *hardwares* de computadores e telecomunicações, etc. Essas *startups* têm em comum o fato de serem detentores de propriedade intelectual reconhecida no mercado, ou possuem sistemas cuja integração com os do comprador geraria forte redução de custos⁵⁰³. Conseguimos observar aqui que as compras estratégicas são muitas vezes ligadas aos direitos sobre propriedade intelectual, consideradas as principais áreas comerciais em que elas acontecem.

Por mais que o conceito de ativo imaterial esteja intimamente ligado a direitos de propriedade, as aquisições estratégicas não são motivadas apenas por ativos quantificáveis. Certas vezes, o potencial adquirente será atraído pela própria equipe empreendedora, que atingiu *performance* tão considerável que poderia ser integrada à organização do comprador para maximizar seus resultados, e até eventualmente tornar-se sua nova líder. Essa compra motivada pelo ganho de pessoas excepcionais é chamada *acqui-hire*.

⁵⁰³ Op. Cit. 181.

Conforme adiantamos ao início do capítulo, o futuro de uma *startup*, seja ele uma venda financeira ou venda estratégica, não é só decidido pelo segmento de atuação eleito pelo empreendedor, mas também pela forma com que ele a preparou ao longo do seu tempo de vida para eventual aquisição: se a empresa foi nutrida para maximizar lucros, se posicionar no mercado alvo e expandir suas operações com consequentes rodadas de financiamento, ela será visada por terceiros como uma fonte de lucros.

Por outro lado, se a *startup* desenvolver ativos que podem ser bons complementos para *players* do mercado, estruturar-se internamente favorecendo eventual absorção por uma companhia maior, ela estará bem cotada para uma aquisição estratégica.

Outro ponto de influência é o *background* do empreendedor que originou o negócio. *Startups* fundadas por pesquisadores tendem a não escalar muito além de certo ponto, já que foram estabelecidas com o propósito de avançar em certa linha ou solucionar certo problema, e não em se tornarem líderes de mercado, logo, viáveis para aquisições estratégicas. Em paralelo, *startups* fundadas por estudantes universitários alcançaram grande sucesso porque estavam pensando em fundamentos econômicos e não científicos, o que pode torna-las boas candidatas a aquisições financeiras⁵⁰⁴. Naturalmente, esse é mais um indicativo do que uma regra, e dependerá completamente do caso a caso.

A cultura do mercado em que a empresa está situada também influencia qual será o evento de liquidez: enquanto nos Estados Unidos a inovação causa uma substituição constante das companhias líderes do mercado, em alguns países da Europa (ex: Itália, França Alemanha, Suécia e Japão) as maiores companhias são as mais antigas, que continuamente absorvem as menores inovadoras para se reinventarem⁵⁰⁵.

Considerando que *startups* tendem a trabalhar com recursos escassos, será um grande marco quando o empreendedor e investidor decidirem juntos se o plano de futuro evento de liquidez envolve uma aquisição financeira ou aquisição estratégica.

⁵⁰⁴ Op. Cit. 499.

⁵⁰⁵ Ibidem.

Isso porque preparar o terreno para uma opção provavelmente tornará ineficiente a outra opção, em razão da escassez de recursos a comprometer para esse fim⁵⁰⁶.

c) Oferta Pública Inicial ou *Initial Public Offering*

A primeira oferta pública de ações de uma companhia, aquela que marca a sua transição de sociedade anônima de capital fechado para capital aberto, é chamada de oferta pública inicial ou de *Initial Public Offering* (“IPO” no jargão do mercado). Essa operação marca o momento em que os participantes da companhia deixam de ser apenas seus fundadores e investidores privados (bem como alguns funcionários, como é praxe no exterior), e passam a ser qualquer do povo que comprar suas ações publicamente listadas.

Nos Estados Unidos, a saída de um investidor de risco via IPO é uma opção bem frequente no mundo das *startups*. Em 2016, ocorreram 39 IPO’s de *startups* americanas investidas por Fundos *Venture Capital*, contra 77 em 2015⁵⁰⁷. Isso se deve a um mercado de capitais muito mais consolidado e aberto ao público do que o brasileiro, e uma cultura de investimentos entre investidores de varejo que veicula grandes quantidades de recursos para as companhias abertas.

No Brasil, Cássio Spina entende que um IPO só é uma estratégia viável para uma *startup* perseguir quando suas projeções compreenderem a ultrapassagem do marco de R\$ 50 milhões de faturamento ao ano antes do período do desinvestimento⁵⁰⁸. Naturalmente, quando estiver nesse patamar a *startup* já vai estar na estrutura adequada para se converter em sociedade anônima (se já não houver ocorrido a conversão), já que nem poderá mais usufruir do Simples Nacional em razão do limite de faturamento.

O caso mais recente de IPO de uma *startup* brasileira é a Netshoes, uma companhia no setor de *eCommerce* de produtos esportivos e estilo de vida que

⁵⁰⁶ Op. Cit. 181.

⁵⁰⁷ Op. Cit. 48.

⁵⁰⁸ Op. Cit. 113.

atualmente opera no Brasil, México e Argentina, oferecendo por volta de 190 mil produtos de 500 marcas em média⁵⁰⁹.

Para conseguir autorização da SEC para distribuir suas ações na New York Stock Exchange (bolsa de valores de Nova York), a Netshoes precisou preencher um formulário chamado “*Form F-1: Registration Statement*”, voltado para companhias não americanas que desejam abrir capital nos Estados Unidos. Com as informações fornecidas do documento⁵¹⁰, nós conseguimos ter uma referência do volume de atividades de uma *startup* que atingiu o IPO:

Em 2014, a Netshoes teve US\$ 1,125 bilhão em faturamento bruto; 3,753 milhões de clientes ativos que fizeram 6.846 milhões de pedidos, cuja média de preço foi em R\$ 210,80. Em 2015, a companhia teve R\$ 1,505 bilhão em faturamento bruto; 4,676 milhões de clientes ativos que fizeram 8,497 milhões de pedidos, cuja média de preço foi em R\$ 219,10. Em 2016, foram observados US\$ 1,739 bilhões em faturamento bruto; 5,562 milhões de clientes ativos que fizeram 10,268 milhões de pedidos, cuja média de preço foi em R\$ 206,60.

Adicionalmente, ao final de 2016, a Netshoes verificou que 74,5% dos seus pedidos foram realizados por consumidores que já haviam comprado da *startup* no passado. Aproveitando as boas expectativas acerca de *fintechs* que comentamos no Capítulo xxx acima, a Netshoes também entrou em parceria com o Banco Itaú para oferecer um cartão de crédito que oferece benefícios e descontos para seus consumidores.

Em matéria de investimentos, a Netshoes recebeu em US\$ 168,6 milhões de investimentos (participação acionária) em maio de 2014, US\$ 45 milhões de investimentos (participação acionária) em março de 2015, e US\$ 30 milhões (dívida conversível) em fevereiro de 2017. No IPO, a companhia conseguiu levantar aproximadamente US\$ 148,5 milhões no mercado americano⁵¹¹.

⁵⁰⁹ NETSHOES. Disponível em: <<https://www.netshoes.com.br/institucional/>>. Acesso em 04.06.2017.

⁵¹⁰ Op. Cit. 48.

⁵¹¹ HUSTON, Caitlin. Netshoes raises \$148.5 million in IPO, expected to trade Wednesday. **Marketwatch**. Disponível em: <<http://www.marketwatch.com/story/netshoes-raises-1485-million-in-ipo-expected-to-wednesday-2017-04-12>>. Acesso em 04.06.2017.

Por fim, estando razoavelmente compreendidos os eventos de liquidez que podem visitar uma *startup*, veremos na sequência algumas cláusulas contratuais dos contratos de investimento que podem estender a vontade de uma das partes de aproveitar um evento de liquidez à outra parte.

5.7.1. Opção de venda conjunta (*Tag Along*) e venda conjunta obrigatória (*Drag Along*)

O Direito Societário possui uma figura crucial chamada de *tag along*, instituto positivado no art. 254-A da Lei 6.404/1976⁵¹². De acordo com a norma, trata-se de uma obrigação gerada por uma aquisição do poder de controle de uma companhia (ou por alguns outros fatores), para o adquirente, de promover oferta pública dirigida aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o direito de alienarem sua participação a ele no valor de 80% do que será pelas ações que estão sendo compradas do(s) antigo(s) controlador(es) para garantir seu poder de controle.

A norma diz que o *tag along* somente será estendido a ações com direito a voto, mas não estabelece se esse direito precisa ser pleno e permanente, ou se pode ser um direito restrito a apenas algumas situações ou matérias, a depender do estatuto social (ex: acionistas preferenciais que ganham direito a voto quando passam mais de três anos sem receber dividendos). Essa falta de clareza dividiu a doutrina no debate que veremos a seguir.

⁵¹² Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

A Instrução CVM nº 361 (“ICVM 361”), que regulamenta ofertas públicas de aquisição de companhias abertas, diz em seu art. 29 que esse direito a voto deve ser pleno e permanente para o detentor. Parte da doutrina, como Carlos Augusto da Silveira Lobo (2017), concorda que o entendimento da autarquia é legítimo, enquanto outra parte, como Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik⁵¹³, entende que o art. 19 da ICVM 361 é ilegal por delimitar o direito ao *tag along* a apenas alguns investidores quando a própria lei não o fez.

Essas interpretações divergentes foram parcialmente sanadas pela autorregulação. Para companhias abertas se listarem sob o Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOvespa, elas são obrigadas a prever em seus estatutos direito de *tag along* para acionistas preferenciais, ainda que por apenas 70% do preço pago a acionistas ordinários. Companhias abertas que desejam ser listadas sob o segmento Novo Mercado não podem emitir ações preferenciais (salvo as *golden shares*: ações pré-existentes e decorrentes de desestatização).⁵¹⁴

Diferentemente de diversos institutos do nosso ordenamento, o *tag along* não é uma “jabuticaba”, criada com motivações nebulosas pelo legislador brasileiro. O *tag along* vem desde a promulgação do *City Code* em 1968 na Inglaterra, cuja motivação foi proporcionar que os benefícios usufruídos pelo controlador fossem estendidos aos acionistas minoritários, e o Direito francês também seguiu o modelo⁵¹⁵. Atualmente, a União Europeia estabelece como regra geral a obrigatoriedade do *tag along* mediante a Diretiva Europeia 2004/25/CE, deixando para cada país membro eleger o percentual mínimo de capital votante que tornará exigível a obrigação⁵¹⁶.

Dado o severo impacto sobre operações de aquisição do poder de controle, o *tag along* é amplamente criticado na doutrina empresarialista, especialmente quando

⁵¹³ Op. Cit. 65.

⁵¹⁴ BM&FBOVESPA. Acesso em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/#item-2>. Acesso em 02.06.2017.

⁵¹⁵ Op. Cit. 65.

⁵¹⁶ JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA. **Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição.** Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=PT>>. Acesso em 22.05.2017.

estamos falando da aquisição de controle de companhias abertas de capital diluído (ou seja, que não são controladas por um acionista com mais de 50% do capital votante).

Segundo Jensen (1988), uma das motivações para alguém querer adquirir o poder de controle é a crença de que conseguirá aumentar produtividade e eficiência da companhia. Logo, se os administradores atuais de uma companhia não identificarem que o mercado demanda mudanças na sua estrutura, ou, ainda, se há um desalinhamento entre interesses dos acionistas e administradores, haverá motivação para uma aquisição que terá potencial de aumentar a lucratividade da empresa.

Dessa forma, o próprio mercado seria o “jugador” do mérito de decisões de administradores que são protegidas pela *business judgement rule*⁵¹⁷. Se uma companhia com administração ineficiente atrair tentativas de aquisição, observaremos um controle econômico das suas decisões em substituição ao controle judicial⁵¹⁸. Nessa ótica, alguns autores entendem ser benéfica a permissão para que aquisições aconteçam livremente, sem grandes ônus para o adquirente, já que se trata de uma autorregulação do mercado e o direito ao *tag along* representa um grande aumento no custo do controle da companhia.

É defensável também que a obrigação de *tag along* pode ser usado como uma blindagem que protege uma administração ineficiente, existindo em prejuízo aos acionistas da companhia, já que o custo de aquisição se torna oneroso ao ponto de afastar potenciais compradores. No entanto, algumas aquisições (especialmente em mercados concentrados como o brasileiro) são consumadas com simples objetivo de desmantelar a companhia alvo (*sell for parts*), reduzindo o valor da ação a pó ao custo dos acionistas minoritários⁵¹⁹.

⁵¹⁷ De acordo com a regra da *business judgement rule*, o administrador de uma companhia não deve ser responsabilizado judicialmente por tomadas de decisões negociais que se revelaram desvantajosas no futuro, desde que o seu processo decisório tenha sido diligente (cumpridos todos os cuidados e fiscalizações que se espera do homem ativo e probo cuidando dos seus próprios negócios) e leal (tenha tido em mente apenas o interesse da companhia, sem interesse de ganho pessoal ilícito).

⁵¹⁸ OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o regime de aquisição do controle na Lei das S.A.:** o caso das companhias de capital disperso. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (1ª Ed.), São Paulo, Almedina, 2015. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotac%CC%A7o%CC%83es-sobre-regime-de-aquisic%CC%A7a%CC%83o-e-transfere%CC%82ncia-de-controle-v2.pdf>>. Acesso em 22.05.2017.

⁵¹⁹ *Ibidem*.

No caso do investimento anjo, a cláusula *tag along* representa a opção que o investidor terá de vender sua participação (ou titularidade do mútuo conversível, conforme o caso) junto com o empreendedor, caso ele deseje aproveitar um evento de liquidez para sair da *startup*. No contexto dessa cláusula, se o anjo exercer o direito do *tag along*, o terceiro será forçado a comprar sua participação nas mesmas condições ofertadas ao empreendedor⁵²⁰.

Se o *tag along* vem de uma manifestação de vontade do empreendedor, já que ele é quem decide se aceitará a oferta de aquisição ou não, a cláusula chamada de *drag along* vem de uma manifestação de vontade do investidor anjo, talvez à contragosto do empreendedor. Se um contrato de investimento possuir essa obrigação (e normalmente possui), o anjo pode forçar o empreendedor a aceitar uma oferta de terceiro que foi oferecida pela participação do anjo, de forma a permitir que esse terceiro consiga o poder de controle da *startup*⁵²¹.

Trata-se de uma obrigação “forte”, destinada a aumentar as chances de uma saída lucrativa do investidor da *startup*. Para mitigar o risco de empreendedores considerarem a cláusula um *deal-breaker* na hora de aceitar o investimento, geralmente são estabelecidas condições mínimas para o exercício da obrigação de *drag along* (ex: valor mínimo da oferta).

Por fim, também temos a cláusula do direito de preferência. Caso o empreendedor decida aproveitar um evento de liquidez, mas o anjo não exerça seu direito de *tag along* (por entender, por exemplo, que é ideal esperar para conseguir alienar sua participação por um preço maior no futuro), o empreendedor deverá oferecer ao investidor o direito de comprar sua participação nas mesmas condições que foram ofertadas pelo terceiro interessado⁵²².

Considerando que os direitos e obrigações comentados nesse capítulo variam de acordo com desejos do empreendedor e investidor, bem como suas percepções sobre o momento correto de alienação do negócio, passaremos agora a avaliar na espécie as

⁵²⁰ Op. Cit. 136.

⁵²¹ Op. Cit. 218.

⁵²² Op. Cit. 136.

motivações financeiras e jurídicas que os levam a tomar a decisão de aproveitar ou não um evento de liquidez.

5.7.2. *Timing do evento de liquidez: early exits e late exits*

É seguro afirmar que a maioria dos empreendedores quer ver seu novo negócio atingindo o topo, se tornando referência no mercado de atuação e desafiando os seus maiores *players*. Também é possível dizer que muitos dos seus investidores esperam ver a nova *startup* superando seus concorrentes e atingindo grandes proporções em escala e em escopo de produtos oferecidos.

Esse crescimento em grandes proporções vem com uma correspondente capitalização da empresa, seguida por possivelmente um IPO⁵²³. Para alcançar esse nível de recursos, é natural que o fluxo de aportes do empreendedor não se encerre em investidores anjos. Após certo patamar financeiro, a empresa deverá buscar capital de fundos de *Venture Capital* pela sua maior capacidade de recursos para investir.

No entanto, nem sempre será essa a melhor estratégia para o empreendedor e nem para o investidor. Por mais atrativa que seja a ambição de nutrir sua empresa até grandes alçadas, haverá situações em que a melhor alternativa para os dois será fechar negócio com um comprador disposto a adquirir a empresa enquanto ela ainda está em estágio *seed* ou *early stage*. Esse comprador tenderá a ser justamente um *player* do mercado que teme sofrer pressão concorrencial pela atuação empreendedora.

É uma escolha de duas opções para empreendedor e investidor: tentar alçar uma grande perspectiva de crescimento, ainda que arriscada e dependente de *funding* mais robusto, majoritariamente de fundos de *Venture Capital*, ou então alienar a *startup* e garantir um retorno financeiro satisfatório pelos resultados que já foram alcançados e pelo grande potencial que ainda estaria por vir⁵²⁴.

⁵²³ Op. Cit. 307.

⁵²⁴ Op. Cit. 372.

Lord & Mirabile⁵²⁵, consolidando as melhores práticas do investimento anjo nos Estados Unidos, elencam sete hipóteses em que o empreendimento poderia oferecer ao investidor anjo uma opção vantajosa em seguir com uma *early exit*:

- (i) novo produto que complementa a linha de produtos de uma companhia grande e de rápido crescimento;
- (ii) produto disruptivo que tem o potencial de competir com a posição de mercado de uma companhia maior;
- (iii) novo produto que preenche um gap recentemente emergido na linha de produtos de uma companhia grande;
- (iv) novo produto com patentes estratégicas que um comprador não pode arriscar cair nas mãos de seu concorrente;
- (v) nova tecnologia ou modelo de negócios que é tão inovador que a oportunidade de adquirir a equipe e a alta expectativa sobre o negócio é irresistível;
- (vi) novo produto que tem limite de vendas como claro fator limitante, e que seria instantaneamente mais potencializado e lucrativo nas mãos de uma equipe de vendas maior; ou
- (vii) equipe forte e capacitada de empreendedores que podem trazer nova cultura à organização do comprador, continuar dirigindo o negócio comprado e possivelmente se tornarem os futuros líderes da entidade.

Há grandes operações na história que corroboram essas hipóteses: em matéria publicada por um veículo de notícias da Vox Media, é discutida a aquisição do Instagram pelo Facebook pelo preço de US\$ 1 bilhão, usando dinheiro e ações do adquirente⁵²⁶. Cita-se especialmente a grande repercussão gerada pelo oferecimento de um valor tão alto por uma *startup* de 18 meses de idade, gerida por treze pessoas e com um app de 30 milhões de usuários que sequer geravam renda. Agora, seis anos depois da aquisição, o Instagram conta com 600 milhões de usuários⁵²⁷.

⁵²⁵ Op. Cit. 218.

⁵²⁶ FORBES (2012). Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/bruceupbin/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion-wheres-the-revenue/#6d288c324b8a>>.

⁵²⁷ RECODE (2017). Disponível em: <<https://www.recode.net/2017/4/9/15235940/facebook-instagram-acquisition-anniversary>>

Mike Hoefflinger, ex-diretor de *global business marketing* do Facebook, afirma na matéria acima que Zuckerberg não decidiu comprar a *startup* de fotos só pelo seu potencial, mas também para diversificar os produtos que oferecia (item “i” acima) e ajudar a satisfazer seu desejo de longo prazo: que as melhores pessoas do mundo e as suas criações se juntem a ele⁵²⁸. Vemos que nessas motivações estão presentes diversas, senão todas, as categorias que favoreceriam uma *early exit* elencadas acima.

O caso do Instagram também representa outro fenômeno do mercado: as escolhas por *early* ou *late exits* também são influenciadas pela área de atuação da empresa inovadora. *Startups* com bases tecnológicas demandam menos capital para cobrir suas despesas para expandir rápido, além de oferecerem chances maiores de *early exists* aos investidores iniciais⁵²⁹, inclusive porque podem atrair compradores estratégicos conforme vimos no Capítulo xxx acima.

Ao contrário de Fundos *Venture Capital*, o investidor anjo não é assombrado por problemas de agência, logo não existe uma pressão constante de terceiros para achar um novo Facebook ou Google em cada *startup*. Na verdade, se um anjo consegue dobrar seu capital investido em dois anos, terá conseguido um rendimento bruto de 50% ao ano, bem superior a investimentos tradicionais. Além disso, o anjo estará imediatamente com capital livre para outros empreendimentos (mais seguros ou mais arriscados), sem estar obrigado a distribuir lucros aos proprietários do capital.

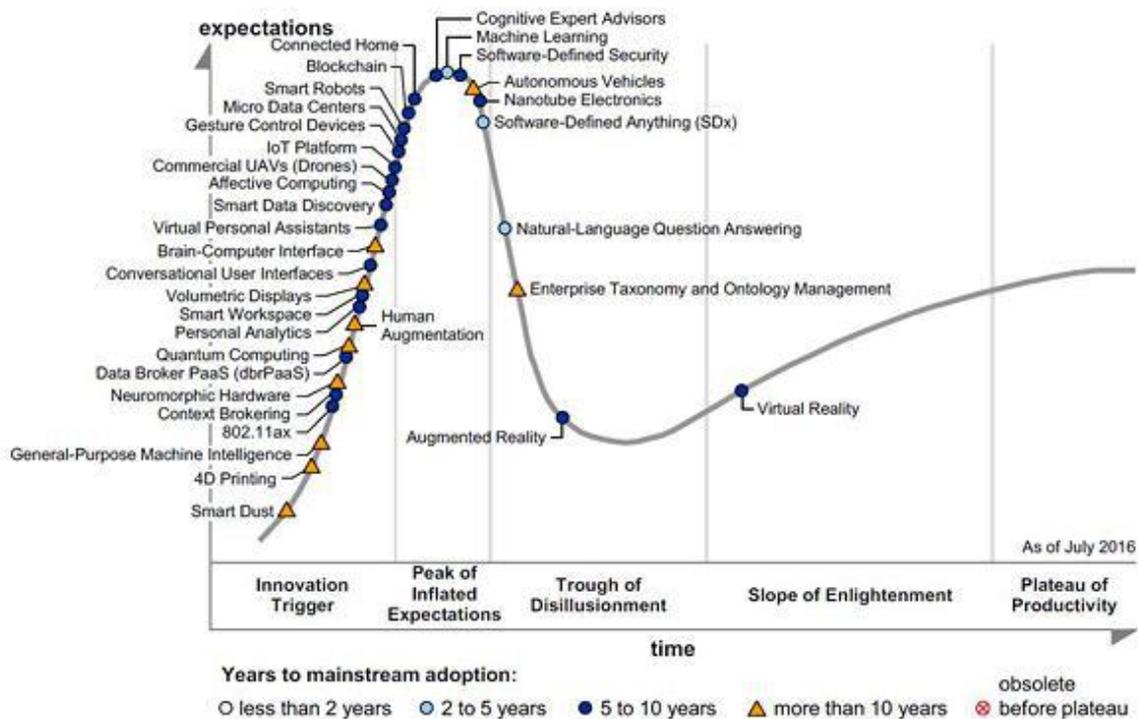
Outra razão para priorizar a alienação de uma empresa emergente é que as expectativas acerca do seu sucesso (*hype*) podem flutuar em alguns períodos de tempo. Lord & Mirabile⁵³⁰ trouxeram um gráfico que demonstra de forma sistemática o quanto as projeções de crescimento de uma *startup* de bases tecnológicas (mas aplicável a outros segmentos de mercado) se mantêm inconstantes ao longo da sua vida, mas que também é aplicável a outros segmentos de mercado:

Figura 2: Gartner Hype Cycle for Emerging Technologies, 2016

⁵²⁸ O ex-presidente da PayPal David Marcus agora comanda o *app* Messenger.

⁵²⁹ Op. Cit. 29.

⁵³⁰ Op. Cit. 218.



A segunda fase da vida de *startups*, chamada de “*peak of inflated expectations*”, é o ápice das expectativas do mercado sobre ela. Geralmente, é quando a empresa libera seu produto para comercialização pela primeira vez, ou então quando consegue uma importante aprovação regulatória⁵³¹. A *hype* sobre o seu potencial está muito forte, podendo às vezes beirar o conceito econômico da racionalidade limitada⁵³². Dessa forma, seria interessante para o investidor aceitar uma oferta de aquisição e receber um múltiplo adequado do capital investido, antes que venha uma queda de expectativas (*trough of disillusionment* no gráfico). Nas palavras de Lord & Mirabile (2016), vender um sonho costuma ser bem mais fácil do que vender a realidade.

Finalmente, nem todas as vantagens e desvantagens em alienações antecipadas são iguais para o investidor e empreendedor. Na verdade, *early exits* podem ser muito motivadas por um risco que investidores anjos correm serem “empurrados” do negócio quando as empresas investidas atingem os níveis adequados para financiamento junto a Fundos *Venture Capital*.

⁵³¹ Op. Cit. 218.

⁵³² Trata-se, resumidamente, de todas as influências sobre o agente econômico que o impedem de ser totalmente racional, como motivações emocionais, afetivas, enfim, “influências não-financeiras” que já foram discutidas nesse trabalho.

Falamos do risco de empreendedores e esses fundos trabalharem juntos para expropriarem os lucros dos anjos: é o caso dos *burned angels*, que já estudamos no Capítulo xxx. Reafirmamos, contudo, que o mercado brasileiro não parece estar em condições para gerar esse tipo de incentivo ao conluio, em razão do pequeno número de investidores e a valorização maior à reputação que daí decorre.

6. REGULAMENTAÇÃO PIONEIRA DO INVESTIMENTO ANJO: LEI COMPLEMENTAR 155

Compreendido o sistema de investimento anjo como sempre foi conduzido pelo mercado, no Brasil e no exterior, podemos passar a estudar o tratamento dado ao instituto no Brasil.

Em 2016, testemunhamos uma grande iniciativa de apoio ao mercado da inovação: foi promulgada a Lei Complementar 155, de 27 de outubro de 2016 (“Lei Complementar 155” ou “Lei dos Anjos”), que reconheceu legalmente a existência do investidor anjo e estabeleceu todo um regime específico para esse investimento. A partir da inserção dos artigos 61-A, 61-B, 61-C e 61-D na Lei do Simples, o Congresso Nacional estabeleceu normas concretas para o instituto, ainda que de forma parcialmente equivocada. O essencial do novo regramento diz que os anjos:

- (i) poderão ser pessoas físicas, pessoas jurídicas ou fundos de investimento;
- (ii) investirão mediante o contrato de participação, um novo instituto jurídico;
- (iii) não serão considerados sócios e não poderão impactar a gerência da investida;
- (iv) não responderão pessoalmente por dívidas assumidas pela *startup*;
- (v) receberão remuneração por seus aportes durante até cinco anos, limitada a 50% dos lucros da investida ao final de cada exercício;
- (vi) terão prazo mínimo de 2 anos e prazo máximo de 7 anos quanto à duração dos seus aportes;
- (vii) terão direito de preferência na hipótese de venda (total ou parcial) de participação da *startup* pelos sócios; e
- (viii) terão direito de tag along caso a *startup* seja alienada.

Vejamos, uma a uma, as novidades que a Lei dos Anjos trouxe ao mercado.

6.1. Contrato de participação

A Lei dos Anjos resolveu não usar o mercado já autorregulado do mútuo conversível, preferindo positivar um novo contrato de natureza híbrida. Para se enquadrar na forma prevista em lei, o investimento anjo será instrumentalizado por meio do ineditamente criado “contrato de participação”. Será esse documento que elencará as cláusulas cruciais para a relação com o empreendedor, as quais avaliaremos na espécie nesse capítulo.

Em primeiro lugar, percebemos que a Lei dos Anjos não é rígida em relação à forma com que o anjo assinará o contrato: de acordo com o art. 61-A, §2º, pessoas físicas e pessoas jurídicas poderão realizar o investimento anjo em nome próprio. Além disso, no seu último artigo, a lei permitiu que fundos de investimento atuem como investidores anjos no contrato de participação.

Ironicamente, o tipo de fundo mais intuitivamente adequado para veicular investimento-anjo, o FIP (Capítulo xxx acima), é regulatoriamente impedido de fazê-lo. De acordo com os arts. 5º e 6º da ICVM 578, o FIP só poderá investir em uma empresa se puder participar do seu processo decisório, mediante uso de qualquer valor mobiliário ou negócio jurídico que assegure a efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Por mais genérica que seja a ICVM 578 nesse aspecto, tal exigência vai de encontro frontal ao art. 61-A, §4º, I da Lei dos Anjos, que proíbe a concessão de qualquer direito à gerência ao investidor anjo no âmbito do contrato de participação. Como uma possível saída desse impedimento regulatório, poderíamos pensar na exceção conferida pela lei: um FIP deve manter 90% dos seus ativos investidos em ativos que conferem participação, mas 10% do patrimônio do fundo pode ser investido em qualquer ativo, sem atrair a exigência de influência na gestão. Em primeiro

momento, poderíamos entender possível o uso desses 10% para realizar investimento anjo via contrato de participação.

Por outro lado, Ramos, Perroni & Luz⁵³³ entendem que ainda assim haveria risco de descumprimento regulatório, já que o art. 43, VI, “b” da ICVM 578 veda a aplicação de recursos de FIP’s em direitos creditórios. Considerando a natureza híbrida do contrato de participação, que avaliaremos na sequência, a CVM poderia interpretar o investimento-anjo como uma burla à regulação e assim penalizar o gestor responsável pelo FIP.

Enquanto a CVM não editar regulamentação suplementar à instrução, entendemos que é pouco provável que FIP’s sejam capazes de investir como anjos por meio de contrato de participação, sendo possivelmente o caso de consulta à autarquia em relação à natureza possivelmente creditória do investimento.

Ao menos teoricamente, é possível que um fundo de investimentos ordinário, constituído nos termos da Instrução CVM 555, seja formado por anjos para realizar investimento sindicalizado (Capítulo xxx) no regime da Lei Complementar 155. No entanto, para essa situação também pode ser útil a estrutura de *holding*. Seja por fundo ou por *holding*, é conveniente um veículo unificado pela boa formalização da parte de cada anjo e de uma única frente nas tratativas com o empreendedor, mitigando o risco da perda de poder individual de negociação de cada anjo e até de eventual conluio entre um deles e a *startup*⁵³⁴.

Passaremos agora à avaliação da estrutura de um contrato de participação. Para facilitar sua visualização e entendimento, nós adotaremos nesse capítulo, e exclusivamente para os fins desse estudo, os modelos publicados pela Anjos do Brasil⁵³⁵ e pelo escritório de advogados Baptista Luz (2017). Usando esses documentos, nós teremos uma referência dos padrões de mercado e mecanismos mais sofisticados que fogem o escopo básico cuidado pela Lei dos Anjos.

⁵³³ Op. Cit. 450.

⁵³⁴ Op. Cit. 113.

⁵³⁵ Op. Cit. 371.

a) Partes, objeto e prazo

Primeiramente, a Lei Complementar 155 delimitou quais *startups* estarão legalmente aptos para receberem investimento anjo: microempresas e empresas de pequeno porte, nos termos do art. 3º da Lei do Simples. Em outras palavras, sociedades empresárias, sociedades simples, EIRELI's e empresários que sejam (i) microempresa, auferindo receita bruta igual ou inferior a R\$ 360 mil em cada ano-calendário, ou (ii) empresa de pequeno porte, auferindo receita bruta superior a R\$ 360 mil e igual ou inferior a R\$ 3,6 milhões (ou igual ou inferior a R\$ 4,8 milhões a partir de 2018) em cada ano-calendário.

Nesses termos, só *startups* que ainda conseguem usufruir do Simples Nacional conseguem investimento anjo na nova regulação. Já conseguimos excluir de plano o uso do contrato de participação para investimentos em sociedades anônimas, o que já reduz bastante o escopo do investimento anjo para *startups* em estágio embrionário e algumas em estágio inicial.

O objeto do contrato de participação será “*fomento a inovação e investimentos produtivos*”. Por um lado, poderíamos achar questionável a razão dessa regra, considerando que não estamos falando de um documento público. Por outro, pode ser compreensível para evitar que o contrato de participação seja usado de veículo para operações fraudulentas. Em paralelo, de acordo com Cássio Spina, é recomendável que conste a finalidade específica que a *startup* dará aos recursos do anjo no caso a caso⁵³⁶ (ex: compra de certo maquinário, investimento na pesquisa de certo medicamento, construção de uma rede de distribuição de produtos).

Como vimos, o contrato de participação é um instrumento híbrido. Ainda que por um lado ele possua características de uma compra e venda de participação societária: cálculo do retorno por apuração de haveres, participação nos lucros, direito de preferência e *tag along*, ele ainda traz algumas semelhanças a um contrato de mútuo: exclusão de responsabilidade por dívidas da investida e prazo máximo para devolução do capital⁵³⁷.

⁵³⁶ Op. Cit. 113.

⁵³⁷ Op. Cit. 450.

Como ponto favorável à Lei dos Anjos, mesmo recebendo um aporte na ordem das centenas de milhares, o empreendedor poderá se manter enquadrado no Simples Nacional. Isso porque os recursos recebidos sob o contrato de participação não terão natureza contábil de receita ou de capital social. Assim, conseguimos mitigar também o valor recolhido a título de Contribuição Previdenciária Patronal (“CPP”) para o INSS, cuja base de cálculo é o capital social do contribuinte e pode ou não ser incluído no cômputo mensal do Simples Nacional a depender da atividade desempenhada.

Nessa linha, poderia ser levantada no mercado uma discussão sobre possível descaracterização do contrato de participação se, ao longo da fruição do aporte, a investida superasse o limite de faturamento da Lei do Simples e deixasse de estar sujeita ao regime. Entendemos não seria o caso, já que, não só essa vedação não existe na lei, mas o crescimento exponencial de uma *startup* será a consequência natural da alocação eficiente dos recursos aportados. Seria no mínimo contraditório que a Lei dos Anjos condenasse um investimento bem-sucedido à descaracterização prematura.

O prazo máximo de vigência do contrato de participação foi estabelecido em sete anos. No mercado de anjos brasileiros, percebemos que o prazo habitual de aporte chega a ser até menor que isso, batendo a média de três anos de vencimento em mútuos conversíveis, conforme observaram Ramos, Perroni & Luz⁵³⁸ e Lobo & Potenza⁵³⁹. Em muitas hipóteses o anjo preferirá uma *early exit* pelas razões que vimos no Capítulo xxx acima, mas lembremos de que nem sempre esse será o caso. Algumas poucas *startups* poderão incentivar o investidor a se manter através das futuras rodadas, mas, nesse caso, o prazo de sete anos não será um empecilho, como veremos no item xxx abaixo.

O anjo e empreendedor poderão negociar se o capital será liberado de uma vez só para as atividades da *startup*, ou se será liberado em parcelas de acordo com um cronograma pré-estabelecido, seja por mero decurso temporal ou comprovação do atingimento de alguma meta⁵⁴⁰.

⁵³⁸ Op. Cit. 450.

⁵³⁹ Op. Cit. 136.

⁵⁴⁰ Op. Cit. 371.

No geral, anjos estão confortáveis em esperar pela maturação dos seus esforços, considerando que não há prazo certo para o retorno exponencial que eles procuram. Ainda que a LC 155 tenha arbitrado um prazo fixo sem razão aparente, entendemos que a realidade do mercado impede que a interferência legislativa crie muitas dificuldades na prática. Nas palavras de Wetzel, paciência é uma virtude, e anjos costumam ser virtuosos.

b) Conversão do aporte em participação

O §4º, I do art. 61-A diz expressamente que o anjo não será considerado sócio da *startup*. Inicialmente, isso parecia prejudicar o propósito do investimento-anjo, já que ele busca exatamente a participação em uma atividade inovadora que pode proporcionar um grande desinvestimento. Seguindo o fluxo do contrato de participação, o aporte só poderia ser resgatado pelo método de apuração de haveres do art. 1.031 do Código Civil⁵⁴¹, que é basicamente uma apuração de haveres de sociedade limitada, mas com equiparação do aporte a quotas que integram o capital social para fins de cálculo da justa parte do investidor-anjo.

Por exemplo: temos uma *startup* com R\$ 10 mil reais de capital social integralizado pela equipe empreendedora. Ela recebe investimento-anjo (regime da Lei Complementar 155) no valor de R\$ 10 mil reais, com prazo contratual de cinco anos. No decorrer da fruição do aporte, a *startup* desenvolve um MVP, começa a comercializar seu produto e vê um acréscimo gradual do seu patrimônio, mantendo o capital social em R\$ 10 mil reais. Findo o prazo de cinco anos, o anjo resgatará seus recursos.

Para esse fim, a Lei dos Anjos determina uma ficção jurídica onde consideramos o aporte como capital social. Nesse caso exemplificativo, já que o capital social está em R\$ 10 mil e o aporte foi de R\$ 10 mil, consideraremos um capital social total de R\$ 20 mil para fins de apuração de haveres (equipe empreendedora tem metade e anjo tem

⁵⁴¹ Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.

outra). Se o patrimônio líquido da *startup* (incluindo capital social) for de R\$ 250 mil reais, a apuração de haveres daria direito ao anjo de colher de R\$ 125 mil reais, correspondentes à metade do patrimônio líquido

No entanto, não é assim que o cálculo funciona, graças a uma redação inconveniente na Lei Complementar 155: de acordo com o §7º do art. 61, o anjo somente poderá resgatar o valor inicialmente investido acrescido de correção monetária. No exemplo dado acima, o anjo não poderia resgatar R\$ 125 mil reais como esperaria, mas apenas R\$ 10 mil reais corrigidos (!). Por outro lado, se o empreendimento naufragar e não existir haveres a serem apurados, tampouco o anjo terá direito à cobrança judicial do aporte, já que a natureza do contrato de participação é a assunção do risco do negócio, e não do risco de crédito.

Essa limitação beiraria à descaracterização do investimento anjo pelo regime da Lei Complementar 155. Se o máximo que o capitalista de risco pode esperar do retorno do seu investimento é correção monetária, ele poderia investir em títulos públicos federais e ainda conseguir mais rendimentos pela incidência de juros SELIC. Não só isso, mas a alternativa do agente econômico racional seria simplesmente continuar usando o mútuo conversível. Felizmente, há outra maneira de se encerrar o contrato de participação que não o resgate.

Em que pese a Lei dos Anjos não dispor sobre isso expressamente, o contrato de participação também pode contar com cláusula de conversão do aporte em participação na *startup*⁵⁴², de forma análoga à possibilidade de ganho de participação ao fim de um mútuo conversível. A depender da negociação das partes e cláusulas contratuais, essa conversão poderá acontecer ao fim de um prazo pré-determinado ou se atingidos certos marcos, geralmente ao exclusivo critério do investidor-anjo.

Se a conversão acontecer em razão de prazo ou atingido certo marco que não envolve o ingresso de terceiros (ex: faturamento anual de R\$ 100 mil a partir do terceiro ano de fruição do aporte), o anjo poderá calcular seu percentual de participação de forma pré-estabelecida, baseada em *premoney valuation* (modelo Anjos do Brasil) ou de

⁵⁴² Op. Cit. 450.

acordo com o patrimônio líquido corrente da startup à época do aporte, sendo então *postmoney valuation* (modelo do Baptista Luz). Essa metodologia não é inédita ao contrato de participação, já sendo padrão de mercado no uso dos mútuos conversíveis.

Se a conversão acontecer em/ uma aquisição de controle, os cálculos se tornam mais elaborados. Nos modelos de contrato do Baptista Luz e Anjos do Brasil, o percentual da participação que o anjo terá direito será calculado considerando a *valuation* do terceiro, seguindo a seguinte fórmula:

$$\text{Percentual de participação} = \text{valor do aporte corrigido} / (\text{valuation da próxima rodada} - \text{taxa de desconto})$$

Onde:

- (i) *percentual de participação* = resultado da fórmula, que determinará o valor justo que o anjo deverá receber;
- (ii) *valuation da próxima rodada* = equivalente ao valor atribuído à *startup* pelo adquirente; e
- (iii) *taxa de desconto* = percentual pré-determinado.

Nesse modelo, exercido o direito de conversão do aporte em participação, são executados três atos (i) conversão do tipo societário da *startup* em sociedade anônima de capital fechado, com a consequente emissão de ações ordinárias para os sócios e ações preferenciais com poderes especiais para o anjo; (ii) aumento de capital, refletindo a integralização realizada pelo anjo com a capitalização do aporte, renunciado expressamente pelos sócios seu direito de preferência de subscrição dessas ações; e (iii) acordo de acionistas refletindo os termos específicos de direção do negócio. O contrato de participação contém a constituição do anjo como procurador dos sócios para formalização de todos os referidos atos.

Tanto no modelo da Anjos do Brasil quanto no do Baptista Luz, qualquer potencial adquirente deve ler e concordar expressamente com os termos do contrato de participação, sendo essas condições precedentes para a aquisição de participação na *startup*. Em síntese, o fato de terceiros ingressarem na sociedade em nada deverá limitar ou impedir os direitos do investidor-anjo.

(anjo poder dispor no contrato de participação que tem preferência aos sócios sobre os ativos da *startup* em eventual liquidação).

c) Preferência de aquisição na venda de participação dos sócios da investida

A Lei dos Anjos concede um direito de preferência expresso ao anjo: se o empreendedor desejar sair do negócio e vender sua participação, ele deverá oferecê-la primeiramente aos seus sócios (art. xxx) e ao próprio investidor anjo. Dessa forma, o empreendedor só poderá alienar suas quotas para terceiros após manifestação negativa expressa daqueles agentes. Naturalmente, a alienação das suas quotas só poderá ser feita para terceiros em condições iguais (ou mais gravosas) do que aquelas oferecidas ao anjo e seus sócios, e jamais sob um preço menor.

Esse direito poderá não ser exercido caso haja no contrato uma cláusula de *lockup*, que impede o empreendedor (ou sua equipe) de alienar sua participação da *startup* enquanto o próprio anjo não sair também. O próprio racional por trás dessa cláusula, e a razão dela ser um padrão de mercado, é que o anjo não investe só na ideia, mas sim no empreendedor por trás.

Por outro lado, caso a cláusula de *lockup* não exista, ou se limite apenas à presença do empreendedor como um diretor/conselheiro e não sócio, poderia ser interessante para o investidor usar o direito de preferência se entender que a saída do empreendedor da *startup* é muito prematura e que ela ainda tem espaço para crescer antes do desinvestimento.

Tomando como pressuposto as pesquisas avaliadas nesse trabalho, entendemos que o direito de preferência seria exercido para aumentar o valor que o anjo pode conseguir no desinvestimento, e não para que ele tome o controle da *startup*. Parte da razão do investimento-anjo é a ausência de interesse em gerenciar as questões operacionais rotineiras do negócio, preferindo coordenar seu direcionamento “macro” (que é uma das razões pelas quais acreditamos que o artigo de vedação ao direito de gerência se destine à administração rotineira).

O exercício do direito de preferência não é a única forma que o anjo tem para conseguir quotas na investida, conforme veremos a seguir.

d) *Tag along* na venda de participação dos sócios da investida

O art. 61-C fez da cláusula *tag along*, que estudamos no Capítulo xxx, uma obrigação legal para as partes do contrato de participação. De acordo com o art. 61-C, caso o empreendedor receba uma oferta de aquisição pela sua participação na *startup*, o anjo terá direito de alienar a titularidade do seu investimento ao mesmo ofertante em verdadeira venda conjunta, inclusive sob as mesmas condições financeiras oferecidas ao empreendedor.

A lei se limitou a declarar a existência desse direito e indicar que o anjo terá direito aos mesmos termos da oferta paralela, mas não ofereceu qualquer direcionamento quanto à regulação e metodologia com que a venda conjunta será exercida na prática. Por exemplo, o cálculo pode ser feito com base em uma *premoney valuation* da *startup* e o percentual que o capital anjo ocupa desse total.

Alternativamente, pode ser contratualmente acertado que a aceitação de uma oferta de aquisição pelo empreendedor (com anuência prévia do anjo, naturalmente) seja evento *trigger* da conversão imediata do aporte anjo em participação societária oficial na *startup* mediante emissão de novas quotas⁵⁴³.

Dessa forma, o adquirente deverá apenas acrescer à sua oferta original o valor correspondente ao número de quotas que foram emitidas para o anjo (atribuindo o mesmo preço por quota da primeira oferta), valor esse que se tornará o desinvestimento do investidor. Considerando que a forma ótima de exercício do direito de *tag along* variará no caso a caso, esses passos ficarão a cargo do advogado que elaborar o contrato de participação.

⁵⁴³ Op. Cit. 450.

Para o regular exercício do direito de *tag along*, deverá haver obrigação do empreendedor de comunicar formalmente o anjo sobre qualquer oferta de aquisição que receber pelas suas quotas, para que haja oportunidade ampla de manifestação do seu direito de venda conjunta. Esse mecanismo também só funcionará se o empreendedor for forçado contratualmente a dar ciência inequívoca ao potencial adquirente sobre a existência do contrato de participação, para que então seja possível avaliação do custo real a ser desembolsado para a aquisição⁵⁴⁴.

e) Cláusulas adicionais

Uma cláusula de penalidade que poderá existir em paralelo (ou complemento) ao resgate antecipado é a possibilidade de tomar a participação do empreendedor caso ele transgrida alguma obrigação do contrato de participação. Isso poderá ser exercido mediante direito do anjo de exigir que lhe sejam vendidas imediatamente a totalidade das quotas do empreendedor a preço simbólico (o exercício do direito também é chamado de *call*), concedendo ao investidor a oportunidade de alienar a totalidade do negócio⁵⁴⁵.

Alternativamente, o contrato de participação poderá constituir gravames sobre as quotas dos sócios da *startup* (penhor, no caso do modelo da Anjos do Brasil). Nessa estrutura, em efeito cascata: um descumprimento do contrato de participação causará o efeito de resgate antecipado imediato, cumulado com multa e eventuais juros, e, se o empreendedor não puder saldar a dívida, o anjo poderá executar as suas quotas na forma de garantia das obrigações assumidas no contrato.

O contrato de participação pode prever a remuneração correspondente a dividendos da sociedade para o investidor anjo, desde que não ultrapasse 50% do total dos lucros da *startup* investida e que sua remuneração só aconteça ao longo de cinco anos no máximo (§6º e §4º, III do art. 61-A da Lei Complementar 155, respectivamente). No modelo Anjos do Brasil, percebemos que a própria distribuição de lucros para qualquer pessoa deve ser submetida à aprovação prévia do anjo. Provavelmente, isso se deve ao melhor aproveitamento desses lucros como

⁵⁴⁴ Op. Cit. 450.

⁵⁴⁵ Op. Cit. 113.

reinvestimento na atividade da *startup*, com racional semelhante à cláusula que obriga o reinvestimento em contratos de aceleração (Capítulo xxx acima).

Por fim, Ramos, Perroni & Luz⁵⁴⁶ levantaram uma discussão: o contrato de participação “matou” o investimento-anjo via mútuo conversível? Considerando que a Lei dos Anjos não veda a sua utilização, entendemos (assim como os autores) que ele poderá ser usado na mesma forma que sempre foi, e que caberá ao investidor sopesar os benefícios e malefícios jurídicos e econômicos no caso a caso. No entanto, só contratos de participação se enquadram no regime da Lei dos Anjos, que contará com uma vantagem sobre o mútuo conversível: uma reiteração legal da proteção do patrimônio pessoal do anjo contra investidas do Judiciário, conforme veremos no capítulo seguinte.

6.2. Blindagem patrimonial do investidor contra as dívidas da investida

Entendemos que o maior mérito da Lei dos Anjos foi trazer mais segurança jurídica onde antes pouco havia a partir de uma grande blindagem: de acordo com o art. 61, §4º, II, o investidor anjo não pode ser pessoalmente responsabilizado por dívidas da investida. O mercado de *Venture Capital* sempre temeu o Poder Judiciário e o risco da desconsideração da personalidade jurídica em *startups*, atingindo seus investidores para satisfazer o crédito devido pela empresa.

Essa prática vil alvejou algumas vezes Fundos *Private Equity* e *Venture Capital*, tomando como exemplo o caso emblemático da execução trabalhista movida contra a pernambucana Bom de Vera Ltda. Nesse processo, após já haver ocorrido a desconsideração da personalidade jurídica para atingir os dois sócios pessoas físicas da empresa, e descoberto então que eles não possuíam patrimônio para saldar a dívida, a 21ª Vara do Trabalho de Recife/PE autorizou o redirecionamento da execução contra outra entidade: o FMIEE Nordeste Empreendedor, um ex-investidor da empresa que, antes da época da execução, deteve algumas quotas (!). A decisão foi referendada pelo Tribunal Regional do Trabalho da 6ª Região sob o vaguíssimo argumento de que o FMIEE integrava o grupo econômico. Vejamos a emenda:

⁵⁴⁶ Op. Cit. 450.

EMPRESA INTEGRANTE DE GRUPO ECONÔMICO. POSSIBILIDADE DE EXECUÇÃO. Havendo prova nos autos que a reclamada faz parte de grupo econômico, nos moldes e para fins do § 2º, do art. 2º, da CLT, cabível a responsabilidade solidária pelo débito trabalhista, de qualquer uma das empresas integrante, independentemente de constar ou não do título executivo⁵⁴⁷.

Até hoje o FMIEE tenta reverter a decisão, mas está sendo impedido por questões de representação processual na origem, de quando agravou da decisão que o incluiu no pólo passivo da execução. Servindo como um testemunho dos perigos que investidores *Venture Capital* podem correr, o caso Bom de Vera resta emblemático. Naturalmente, o risco da desconsideração indevida é precificado pelos investidores e desacelera o crescimento da indústria da inovação.

Considerando a vital importância do assunto, vale uma breve digressão para entendermos o racional e a razão da proteção proporcionada pela Lei Complementar 155 ser possivelmente o maior estímulo para o advento dos anjos brasileiros.

A desconsideração da personalidade jurídica é um instituto existente há muito na jurisprudência e positivado no art. 50 do Código Civil⁵⁴⁸. Com a sua aplicação, um juiz pode ultrapassar a barreira que separa o patrimônio da sociedade do patrimônio do sócio, e assim combater uma fraude atentada pelo sócio por meio de abuso desse sistema⁵⁴⁹. No exterior, o instituto é chamado de “*disregard of legal entity*”, também é conhecido por expressões como “*to pierce the veil, lift the curtain, to pierce and look behind the veil of personality, to look at the man behind the mask, to lift the corporate veil, cracking open the corporate veil*”⁵⁵⁰.

A técnica da desconsideração nasceu como uma guardiã da função social da pessoa jurídica. Essa função é exatamente o fomento à atividade econômica por meio da

⁵⁴⁷ TRT-6 - AP: 2900902006506 PE 0002900-90.2006.5.06.0021, Relator: Acácio Júlio Kezen Caldeira, Data de Publicação: 25.05.2010.

⁵⁴⁸ Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

⁵⁴⁹ NASCIMBENI, Asdrubal Franco. **A aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica às sociedades anônimas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro. São Paulo: Thomson Reuters, 2013.

⁵⁵⁰ BULGARELLI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

segregação patrimonial entre empresário e empresa. As relações econômicas com entidades sem personalidade jurídica tornariam inviável a cobrança judicial e cumprimento forçado das obrigações contratadas, tornando-as desmaterializadas de essência comercial.

Tomando um exemplo histórico, as companhias da Inglaterra (*joint-stock companies*) nasceram como sociedades de pessoas sem personalidade jurídica. Foi verificado na prática que isso tornava a cobrança judicial dos seus sócios impossível, já que eles eram pulverizados pelo reino e além, levando o Parlamento a atribuir personalidade jurídica às companhias mediante edição do *1844 Companies Act*. Ainda hoje, os mercados de capitais modernos não funcionariam sem a pessoa jurídica⁵⁵¹.

Exatamente por exercer um papel tão basilar que uma série de fraudes e abusos de direito atraíram a atenção da doutrina, da jurisprudência, e por fim, da lei de diversos países ao redor do mundo. Via de regra, esses artifícios se baseiam na assunção de obrigações em nome da empresa que seu sócio já sabia de antemão que não poderiam ser cumpridas, e com isso, ficava com os ganhos dos negócios enquanto credores ficavam sem seus créditos⁵⁵².

Para mitigar o risco desse mau uso da pessoa jurídica, foi constituído aos poucos o instituto da desconsideração: o empresário não poderá se resguardar com a separação patrimonial a partir do momento em que ele não está usando essa separação para cumprimento do seu fim social. O art. 50 do Código Civil delimita a aplicabilidade da desconsideração da personalidade jurídica às hipóteses de excesso de mandato; desvio de finalidade da empresa; e confusão patrimonial entre a sociedade e seus sócios. Especialmente em matéria tributária, a jurisprudência já sumulou que também há a hipótese de dissolução irregular da empresa, sem a devida baixa na Junta Comercial competente⁵⁵³ (Súmula 435/STJ).

É inegável que a desconsideração é um instrumento fundamental para que o Judiciário consiga conceder justiça aos seus jurisdicionados. No entanto, é igualmente

⁵⁵¹ Op. Cit. 109.

⁵⁵² Op. Cit. 549.

⁵⁵³ STJ - AgRg no REsp 1.307.639, Relator Ministro Herman Benjamin, data de julgamento em 17.05.2012, data da publicação em 23.05.2012.

inegável o mau uso do instituto no nosso ordenamento em razão da existência de duas teorias divergentes que norteiam sua aplicação na doutrina brasileira: teoria maior e teoria menor da desconsideração. Os defensores da teoria maior ensinam que o instituto só poderá ser aplicado em efetivo caso de mau uso da personalidade jurídica em abuso de forma. Já quem se posiciona pela teoria menor entende que o mero inadimplemento de obrigações pela sociedade já é justificativa suficiente para ultrapassar o véu e atingir o patrimônio dos seus sócios⁵⁵⁴.

Naturalmente, conseguimos perceber que o nosso ordenamento jurídico adota a teoria maior da desconsideração, já que o art. 50 do Código Civil delimita sua aplicabilidade para aqueles casos específicos. No entanto, temos alguns exemplos em que a realidade prática foge à regra: a Justiça Trabalhista, especialmente, é conhecida (e temida) como aquela que mais usa a *disregard doctrine* como um “coringa” para qualquer situação. Foi ela a responsável pelo caso Bom de Vera, em nítida aplicação da teoria menor da desconsideração. Na verdade, a jurisprudência trabalhista cristalizou o chamado princípio da alteridade, segundo o qual o trabalhador não assume o risco da atividade econômica junto com o empresário.⁵⁵⁵

Seguindo a teoria menor, o Juízo do Trabalho já considera a falta de patrimônio para pagamento de verbas trabalhistas como um ilícito em si mesmo que motiva a desconsideração. Seguindo essa linha de verdadeira responsabilidade objetiva, conseguimos identificar decisões que permitem a inclusão do investidor, enquanto participante da empresa, no polo passivo de execuções de dívidas trabalhistas. Nas palavras de Salama⁵⁵⁶:

nenhum outro ramo do Direito levou a flexibilização da responsabilidade limitada a um grau tão radical quanto o direito trabalhista. Sob a cantilena do princípio da alteridade, consolidou-se nesse campo jurídico, de fato, a responsabilidade objetiva de terceiros por dívida da empresa. E anote-se: a atribuição da responsabilidade por dívidas trabalhistas abarcou não apenas sócios, mas também os ex-sócios, administradores e ex-administradores, contratantes e até outros terceiros com laços não contratuais com a empresa –

⁵⁵⁴ Op. Cit. 549.

⁵⁵⁵ PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno Meyerhof. **A Flexibilização da Responsabilidade Societária nos Direitos Privado, Trabalhista e Tributário: Uma Panorâmica Histórica**. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil, v. 1, p. 137-180, jan./fev. Brasília: BCB, 2013. Disponível em: <https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/77/>. Acesso em 30.05.2017.

⁵⁵⁶ SALAMA, Bruno M. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil**. História, Direito e Economia. São Paulo: Malheiros, 2014.

tudo sob critérios de imputação duvidosos e sujeitos a salvaguardas exíguas e aplicadas de maneira inconstante.

Se levarmos essa tese ao limite, até gestores de Fundos *Venture Capital* poderiam ser responsabilizados pessoalmente por dívidas trabalhistas da investida. Apesar de não ser o seu sócio ou administrador, o gestor poderia teoricamente ser chamado a honrar passivos da *startup* sob alegação de ter agido com dolo, culpa (negligência, imperícia ou imprudência), contra lei, normas da CVM ou o regulamento do fundo, causando prejuízo ao fundo. Felizmente, ainda não percebemos decisões nesse sentido.

Em que pese o risco mencionado, podemos considerar que o autor de eventual ação trabalhista contra uma *startup* poderá nem saber, no caso concreto, que há um anjo por trás do negócio. O contrato de participação é privado, sem necessidade de registro perante a Junta Comercial, e só é possivelmente aberto para a administração tributária. Considerando que, via de regra, um juiz não terá acesso a esses dados, a ação trabalhista poderá não atingir o investidor mantido em confidencialidade.

Além disso, o anjo poderá participar da decisão que avalia o grau de risco trabalhista que a *startup* está disposta a correr. De acordo com Cássio Spina⁵⁵⁷, é relativamente habitual a contratação de funcionários sem registro ou na forma de pessoa jurídica com o objetivo de evitar encargos trabalhistas (ex: férias, 13º, FGTS) e previdenciários (ex: recolhimento sobre a folha de pagamento). Soma-se a isso a discussão sobre quais atividades poderão ser terceirizadas e quais não, considerando que o debate que pode estar tendendo ao lado do empregador com o advento do art. 9º, §3º da Lei nº 13.429/2017, segundo o qual atividades-fim de empresas poderão ser terceirizadas.

Dessa forma, empreendedor e anjo deverão avaliar juntos se contratarão funcionários regularmente, mitigando risco de ações trabalhistas, ou por outros artifícios (contratar o funcionário como pessoa jurídica ou torná-lo associado com uma quota), tudo dependendo do caso concreto e da saúde jurídica e financeira da *startup*. Outro bom mitigador de eventual risco de responsabilização indevida é o provisionamento

⁵⁵⁷ Op. Cit. 113.

para cobertura de eventuais demandas trabalhistas, naturalmente se houver capital para poupar nessa frente⁵⁵⁸.

Por fim, é possível observar uma mudança de paradigma nos juízes trabalhistas, especialmente depois de Direito Empresarial ser exigido nos concursos públicos para esses cargos. Em dezembro de 2016, por exemplo, tivemos uma decisão do Tribunal Regional do Trabalho da 11ª Região que indeferiu a desconsideração da personalidade jurídica de uma sociedade em recuperação judicial. Ainda, no acórdão, a relatora prestigiou expressamente o princípio da preservação da empresa, o qual é um pouco distante do Juízo Trabalhista⁵⁵⁹.

Ainda que o risco continue existindo, havendo sido detectado um movimento de maior cuidado com a aplicação do instituto e uma possível aproximação entre o Juízo Trabalhista e a teoria maior da desconsideração, isso pode se refletir bem na precificação do referido risco do investidor anjo.

Na seara do Direito Tributário, percebemos que o Fisco brasileiro seguia uma tendência semelhante. Via de regra, a mera falta de pagamento de tributos não constitui infração à lei que permite a responsabilidade do sócio. Segundo o art. 135 do CTN⁵⁶⁰, a responsabilidade pessoal do sócio ou administrador virá se ele atuar com excesso de poderes ou infração à lei ou aos atos constitutivos da sociedade.

Conceitualmente, parte da doutrina liderada por Leandro Paulsen⁵⁶¹ entende que não estaríamos falando de desconsideração da personalidade jurídica nos termos do Código Civil, mas sim de verdadeira responsabilidade tributária por substituição, com todas as consequências do instituto art. 121, II do CTN⁵⁶². Não se confundiria com a

⁵⁵⁸ Op. Cit. 113.

⁵⁵⁹ TRT-11. Agravo de Petição nº 0001607-93.2014.5.11.0012, Relatora Ruth Barbosa Sampaio, 2ª Turma, data da publicação em 23.11.2016.

⁵⁶⁰ Art. 135. São pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos:

I - as pessoas referidas no artigo anterior;

II - os mandatários, prepostos e empregados;

III - os diretores, gerentes ou representantes de pessoas jurídicas de direito privado.

⁵⁶¹ PAULSEN, Leandro. **Direito Tributário: Constituição e Código Tributário à luz da doutrina e da jurisprudência**. 14ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado / ESMAFE, 2012.

⁵⁶² Art. 121. Sujeito passivo da obrigação principal é a pessoa obrigada ao pagamento de tributo ou penalidade pecuniária.

disregard doctrine, prevista no Código Civil e nos arts. 133 e seguintes do Código de Processo Civil (que não será aplicado subsidiariamente, já que há norma expressa sobre a questão no CTN).

Segundo essa corrente, o art. 121 do CTN define como responsável um terceiro cuja obrigação de pagar o tributo decorre de lei, por mais que não tenha causado diretamente o seu fato gerador. Em leitura combinada com art. 135 do CTN, poder-se-ia entender que o cometimento de ato doloso ou fraudulento, ou que ultrapassa os limites dos atos societários, implicará na substituição da responsabilidade tributária da pessoa jurídica pela do seu sócio ou administrador.

Em que pese essa defesa doutrinária, não parece ser o entendimento mais correto. A responsabilidade tributária por substituição do art. 121 do CTN é manejada por razões de praticidade da fiscalização, indicando como responsável pelo recolhimento do tributo uma pessoa da cadeia produtiva diferente da que praticou o fato gerador. É o exemplo clássico da instituição bancária responsável pelo recolhimento de IOF de seus correntistas, ainda que tenham sido eles os causadores da operação financeira que gerou a obrigação tributária. No caso de responsabilidade do sócio-administrador, entendemos que há simplesmente solidariedade superveniente ao fato gerador, gerada por ato ilícito e não por indicação legal para otimizar fiscalização.

Diante essa breve exposição, conseguimos avaliar que a responsabilidade de um sócio pelo passivo tributário de sua empresa é subjetiva, e jamais objetiva. No entanto, essa clara exposição legal jamais impediu a Fazenda de pedir absurdos nas suas execuções fiscais, e é relativamente comum o pedido de penhora do patrimônio de sócio em execução contra uma sociedade, sem sequer manifestação prévia sobre sua inclusão no polo passivo. Essa tendência vem de uma longa história de permissões legislativas e até jurisprudenciais, como veremos a seguir.

Parágrafo único. O sujeito passivo da obrigação principal diz-se:

I - contribuinte, quando tenha relação pessoal e direta com a situação que constitua o respectivo fato gerador;

II - responsável, quando, sem revestir a condição de contribuinte, sua obrigação decorra de disposição expressa de lei.

Em 1976, na tentativa de mitigar o dano irreparável à livre iniciativa, o Ministro do STF Aliomar Baleeiro assentou que a execução fiscal contra sociedade limitada só pode atingir seus sócios nas hipóteses previstas taxativamente no art. 135 do CTN⁵⁶³. Em que pese ser irretocável a posição, já que falta de pagamento do tributo não é tipificada como infração à lei (naquela época), percebemos que esse entendimento passou por diversas relativizações nos tribunais desde então. Nós chegamos ao absurdo de testemunhar a tipificação da falta de pagamento de tributo como crime (!) na época da ditadura militar⁵⁶⁴, mas esses tempos sombrios não persistiram.

A própria Lei Complementar 123 (Lei do Simples), onde está inserida a regulação do investimento anjo, já previu um sistema gravosíssimo de responsabilidade tributária quando foi promulgada em 2006. De acordo com seu art. 78, os sócios e administradores de micro e pequenas empresas sem movimentação há mais de três anos poderiam ter suas dívidas tributárias e previdenciárias transferidas para sócios e administradores⁵⁶⁵. Não só essa norma ia de encontro frontal à jurisprudência do STJ da época, como na prática impunha um regime de responsabilidade tributária mais severo para micro e pequenas empresas do que para grandes companhias⁵⁶⁶.

Esse regime (violador do princípio da livre iniciativa e do papel de incentivo do Estado ao pequeno empreendimento) só foi definitivamente sepultado em 2008 com o advento da Lei Complementar 128, que revogou o art. 78 da Lei do Simples. Em paralelo, o STF também declarou a inconstitucionalidade do art. 13 da Lei nº

⁵⁶³ STF - RE 70.870/SP, Relator Ministro Aliomar Baleeiro, data do julgamento em 08.06.1973.

⁵⁶⁴ Op. Cit. 555.

⁵⁶⁵ Art. 78: As microempresas e as empresas de pequeno porte que se encontrem sem movimento há mais de 3 (três) anos poderão dar baixa nos registros dos órgãos públicos federais, estaduais e municipais, independente do pagamento de débitos tributários, taxas ou multas devidas pelo atraso na entrega das respectivas declarações nesses períodos. [...] § 3º – A baixa, na hipótese prevista neste artigo ou nos demais casos em que venha a ser efetivada, inclusive naquele a que se refere o art. 9º desta Lei Complementar, não impede que, posteriormente, sejam lançados ou cobrados impostos, contribuições e respectivas penalidades, decorrentes da simples falta de recolhimento ou da prática, comprovada e apurada em processo administrativo ou judicial, de outras irregularidades praticadas pelos empresários, pelas microempresas, pelas empresas de pequeno porte ou por seus sócios ou administradores, reputando-se como solidariamente responsáveis, em qualquer das hipóteses referidas neste artigo, os titulares, os sócios e os administradores do período de ocorrência dos respectivos fatos geradores ou em períodos posteriores. § 4º – Os titulares ou sócios também são solidariamente responsáveis pelos tributos ou contribuições que não tenham sido pagos ou recolhidos, inclusive multa de mora ou de ofício, conforme o caso, e juros de mora.

⁵⁶⁶ Op. Cit. 555.

8.620/1993, que estabelecia responsabilidade objetiva de sócios de sociedade limitada por inadimplemento de contribuições previdenciárias⁵⁶⁷.

A decisão relatada pela Ministra Ellen Gracie consignou que não caberia ao legislador estabelecer confusão entre os patrimônios das pessoas físicas e jurídicas, o que, além de impor desconsideração objetiva da personalidade jurídica e descaracteriza a sociedade limitada, também inibe a iniciativa privada, em violação aos arts. 5º, XIII e 170, parágrafo único da Constituição⁵⁶⁸ (livre exercício do trabalho e da atividade econômica).

Nessa mesma onda de entendimentos favoráveis ao contribuinte (e à inovação, por consequência), foi sendo consolidada no STJ a proteção do sócio pela responsabilidade solidária irrestrita por dívidas tributárias, proteção esta que persiste de forma relativamente consistente até hoje. Em um dos diversos julgados reafirmadores do entendimento, o Ministro Herman Benjamin declarou que *“é pacífica a jurisprudência no sentido de que o simples inadimplemento da obrigação tributária não caracteriza infração à lei capaz de ensejar a responsabilidade prevista no art. 135, III, do Código Tributário Nacional”*⁵⁶⁹.

Em uma camada adicional de garantia processual do contribuinte, se o Fisco deseja atingir o patrimônio do sócio, ele deverá incluir seu nome desde o início do procedimento administrativo fiscal (art. 143, CTN), oportunizando a ampla defesa antes da judicialização do crédito tributário. Isso porque o redirecionamento da execução fiscal pressupõe a prévia realização de processo em instância administrativa pela

⁵⁶⁷ Art. 13. O titular da firma individual e os sócios das empresas por cotas de responsabilidade limitada respondem solidariamente, com seus bens pessoais, pelos débitos junto à Seguridade Social. (Revogado pela Medida Provisória nº 449, de 2008) (Revogado pela Lei nº 11.941, de 2009)

Parágrafo único. Os acionistas controladores, os administradores, os gerentes e os diretores respondem solidariamente e subsidiariamente, com seus bens pessoais, quanto ao inadimplemento das obrigações para com a Seguridade Social, por dolo ou culpa. (Revogado pela Medida Provisória nº 449, de 2008) (Revogado pela Lei nº 11.941, de 2009)

⁵⁶⁸ STF - RE nº 562.276/PR, Relatora Ministra Ellen Gracie, data do julgamento em 03.11.2010.

⁵⁶⁹ STJ - AgRg no AREsp 683.798/GO, 2ª Turma, Relator Ministro Herman Benjamin, data do julgamento em 16.06.2015, data da publicação em 05.08.2015.

autoridade competente, oportunizando ao Fisco uma válida oportunidade de revalidação da legalidade dos seus atos⁵⁷⁰.

Dessa forma, sem cumprimento do direito constitucional de ampla defesa, contraditório e devido processo legal (arts. 5º, LIV e LV da Constituição Federal), é ilegal o redirecionamento da execução fiscal contra o sócio sem seu nome na Certidão de Dívida Ativa, sob pena de nulidade do título executivo em relação a ele, conforme ensinam Hugo de Brito Machado⁵⁷¹, Humberto Theodoro Junior⁵⁷² e Leandro Paulsen⁵⁷³.

A única forma de legitimar a execução contra o sócio é comprovação, pela Procuradoria da Fazenda, do ato ilícito que deve motivar a substituição tributária. Em outras palavras, se não houver o nome do sócio na CDA, o ônus da prova de acontecimento do ilícito é do Fisco⁵⁷⁴.

Na mesma linha jurisprudencial, um sócio também não pode ser chamado a honrar dívida tributária cujo fato gerador foi anterior à sua entrada na empresa⁵⁷⁵, já que por óbvio ele não participou do ato ilícito que deu causa à responsabilização excepcional. O sócio sem poder decisório da empresa também não responderá pelas

⁵⁷⁰ ROCHA, Lenine M. M. **O redirecionamento da execução fiscal para o sócio gerente cujo nome consta na Certidão de Dívida Ativa – uma análise do entendimento do STJ** (2014). Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/1050/737>>. Acesso em: 05.04.2017.

⁵⁷¹ “*Não se pode imputar ao diretor, administrador ou sócio-gerente a prática de ato contrário à lei societária ou ao contrato social sem ofertar-lhe oportunidade de defesa, nem tampouco sem a prévia instauração de processo administrativo específico para esse fim*”. In: MACHADO, Hugo de Brito. **Comentários ao Código Tributário Nacional**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 876.

⁵⁷² “*Com relação à corresponsabilidade de terceiros pelos créditos tributários inscritos em nome de outrem, o que não se sabe, antes do regular processo administrativo de lançamento e inscrição do crédito também contra o possível corresponsável, é justamente se o terceiro apontado é, ou não, um legítimo responsável tributário. É precisamente, portanto, sua qualidade de responsável tributário que está a reclamar acertamento antes do ingresso da Fazenda em juízo executivo, pois do contrário estaria admitindo execução forçada sem título executivo e, conseqüentemente, sem a certeza jurídica da obrigação que se intenta realizar, sob coação estatal de medidas executivas concretas, imediatas e definitivas*”. In: TEODORO JUNIOR, Humberto. **Lei de Execução Fiscal: Comentários e Jurisprudência**. 8ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 28.

⁵⁷³ “*Tendo em conta que se cuida de responsabilidade pessoal decorrente da prática de ilícito, impende que seja apurada não apenas a ocorrência do fato gerador, mas também a ocorrência do próprio ilícito que faz surgir para o terceiro a obrigação de responder pelo débito. Ou seja, o pressuposto de fato específico da responsabilidade tem de ser devidamente apurado administrativamente, oportunizando-se ao suposto responsável o direito de defesa já na esfera administrativa*”. In: PAULSEN, Leandro. **Direito Tributário: Constituição e Código Tributário à luz da doutrina e da jurisprudência**. 14ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado/ESMAFE, 2012, p. 976.

⁵⁷⁴ Op. Cit. 570.

⁵⁷⁵ STJ - REsp: 1.307.346/RJ, 2ª Turma, Relatora Ministra Eliana Calmon, data do julgamento em 10.12.2013, data da publicação em 18.12.2013.

suas dívidas, nem em hipótese de dissolução irregular⁵⁷⁶. Infelizmente, essa previsão não salva cotistas de Fundos *Venture Capital* que participa do capital social de uma investida, já que serão eles no limite que precisarão repor prejuízos do condomínio no caso de patrimônio negativo.

Como sabemos, quando um investidor de risco aposta no empreendedor, ele já está assumindo uma chance considerável de perda do capital. Isso será sempre mitigado pelo processo de prospecção de empreendedores elegíveis, *due diligence*, *soft monitoring*, etc. Trata-se de um risco previsível. O que não pode ser mensurado pelo investidor é a chance de ser chamado a honrar dívidas tomadas pelo empreendedor durante a consecução do seu objeto social. Vemos aqui exemplos recorrentes de onde isso acontece.

Por fim, em que pese o grande avanço implementado pela Lei dos Anjos ao positivar no art. 61-A a proteção do patrimônio pessoal do investidor, ponderamos com cautela sobre sua real efetividade. Realmente, o art. 61-A diz expressamente que não se aplicará art. 50 do Código Civil para desconsiderar a personalidade jurídica da investida para chegar no anjo. No entanto, o próprio art. 50 sempre limitou sua possibilidade de aplicação para abuso da personalidade jurídica, desvio de finalidade, ou confusão patrimonial. Considerando um anjo de conduta totalmente escorreita, não poderíamos pensar que a blindagem do seu patrimônio já existia antes da Lei dos Anjos?

Indo além, o art. 61-A determina que o aporte de investimento anjo será instrumentalizado pelo contrato de participação (e não por contrato de compra de quotas), e seu §5º, I estabelece que o anjo não será considerado um sócio da investida. Ou seja, qual seria a real aplicabilidade do art. 50, que trata de desconsideração, já que o anjo não estaria por trás do véu da personalidade jurídica?

A única resposta que conseguimos conjecturar é que o legislador se antecipou a qualquer interpretação de teoria da aparência nesse caso no Judiciário. Ou seja, se em

⁵⁷⁶ STJ - REsp nº 238.668/MG, 2ª Turma, Relator Ministro Francisco Peçanha Martins, data de julgamento em 12.03.2002; STJ - EREsp nº 591.954/SP, 1ª Seção, Relator Mininistro João Otávio de Noronha, data de julgamento em 08.06.2005; STJ - REsp nº 40.435/SP, 2ª Turma, Relator Mininistro Ari Pargendler, data de julgamento em 07.11.1996; STJ - REsp. nº 109.163/PR, 2ª Turma, Relator Ministro Francisco Peçanha Martins, data de julgamento em 06.05.1999.

eventual execução contra uma *startup* financiada por investimento anjo, o juiz concluir que o investidor assumia papel ativo característico de sócio no dia a dia da empresa, e que logo houve desenquadramento do regime jurídico da Lei dos Anjos. Logo, classicamente prezando a materialidade sobre a forma, o magistrado trataria um investidor anjo como se sócio fosse, aplicando o art. 50 do Código Civil para desconsiderar a personalidade jurídica da investida e atingir o patrimônio do anjo.

Se o objetivo da Lei dos Anjos foi “reforçar” que esse investidor não é um sócio, e que logo não estará vulnerável à responsabilização pelas dívidas da *startup*, entendemos que sua eficácia poderá ser mitigada pelo Judiciário, exatamente no racional do parágrafo anterior. Se um juiz assim entender, ele ainda poderia desenquadrar o contrato de participação do regime da Lei dos Anjos e interpretá-lo como um contrato de compra de participação societária irregular.

Sendo consumada a descaracterização, o anjo terá seu patrimônio pessoal vulnerável, já que o juiz não precisará observar o art. 61-A que oferece a blindagem contra as dívidas da investida. Não só isso, mas ele poderá entender que houve desvio de finalidade no contrato de participação, satisfazendo o requisito de aplicação do art. 50 do Código Civil. Podemos considerar esse risco na seara cível e na seara trabalhista.

Na frente tributária a própria *startup* poderá sofrer desenquadramento do Simples Nacional, já que não terá mais o amparo do art. 61-A que impede o aporte anjo de ser reconhecido como parte do capital social. Logo, se a soma entre aporte e capital social resultar em valor superior a R\$ 4,8 milhões (art. xxx da Lei do Simples), a Receita Federal poderá desconsiderar o Simples Nacional e cobrar todos os tributos que seriam devidos pela *startup* desde a data do aporte (IRPJ, CSLL, PIS, COFINS, etc), acrescidos de juros e multa (entre 75% e 150%). Não só isso, mas a Receita também poderá tentar integrar o anjo no polo passivo do auto de infração sob acusação de fraude, tornando-o responsável solidário pelo débito tributário.

Em suma, nesse cenário catastrófico, o anjo torna-se responsável por dívidas comerciais, trabalhistas e fiscais da investida, e a Lei dos Anjos não conseguiu impedir o Judiciário de desenhá-lo. Certamente haverá linhas de defesa apropriadas ao investidor, entre elas a necessidade de declaração de inconstitucionalidade, pelo juiz, do

art. 61-A da Lei dos Anjos para conseguir atingir o patrimônio do investidor pelo instituto da desconsideração. Essa linha de pensamento atrai cláusula de reserva do plenário (*full bench*) em segunda instância, conforme art. 97 da Constituição Federal⁵⁷⁷, reduzindo o risco de entendimentos individuais de julgadores influenciarem no negócio.

6.3. Condição do investidor anjo e a vedação ao impacto na gestão da investida

Em um aparente *tradeoff* pela blindagem contra responsabilidade por dívidas do empreendedor, o Congresso Nacional preferiu deixar claro para todos que o investidor anjo não será considerado um sócio na investida. A Lei Complementar 155 vai além e impede expressamente que o anjo tenha voto na assembleia geral ou desempenhe cargo no conselho de administração da sociedade. Alguns poderiam dizer que essa é uma medida preocupante, já que magnificaria o risco do negócio pela falta de “rédeas” no empreendedor.

Por um lado, é compreensível a insatisfação. O investidor anjo não traz (e nem gostaria de trazer) só sua conta bancária para a mesa, mas também a sua *expertise* adquirida às custas de muita experiência. De acordo com os críticos, se o objetivo do legislador foi deixar o empreendedor “seguir suas paixões” sem a barreira pragmática do investidor, é possível que ocorra efeito contrário: o jovem com a ideia milionária não terá suporte prático para implementar seu plano e, em última instância, terá mais chances de fracassar.

Por outro lado, na visão de alguns atuantes do mercado, com a qual concordamos, na verdade essa proibição foi motivada pelo risco de fraude. Tomemos um exemplo: três amigos com interesse em iniciar um empreendimento decidem mitigar o risco do negócio, deixando a titularidade de todos os bens que seriam da sociedade (gratuita ou onerosamente) sob um deles. Esse fundador que detém os bens então aportaria uma quantidade qualquer de capital via contrato de participação e se chamaria de investidor anjo daquela *startup*, mesmo atuando rotineiramente como sócio. Na hipótese do empreendimento fracassar, todos os bens usados pela empresa estariam protegidos de eventual execução por credores insatisfeitos, já que oficialmente eles seriam de

⁵⁷⁷ Art. 97. Somente pelo voto da maioria absoluta de seus membros ou dos membros do respectivo órgão especial poderão os tribunais declarar a inconstitucionalidade de lei ou ato normativo do Poder Público.

propriedade do “investidor anjo”. É possível que a motivação do Congresso tenha sido orientada para reprimir essa fraude, evitando assim uma precificação maior do risco de terceiros ao lidarem com o mundo das *startups*.

Falemos então sobre o impacto real da vedação ao direito de gerência. Como vimos no Capítulo xxx, a influência do investidor anjo vai mais na linha de *soft monitoring*, e não por mecanismos contratuais e societários como os usados por Fundos *Venture Capital*. A Lei Complementar 155 afastou (ao menos oficialmente, como veremos adiante) a possibilidade de usar esses mecanismos, mas a academia e a prática de mercado nos revelam que eles já nem eram tão usados na prática antes da promulgação da lei. Em outras palavras, as cláusulas de controle sempre existiram, mas só eram de fato implementadas em cenários de grande *stress*.

Há ainda mais uma razão para mitigar as preocupações sobre essa proibição. Em que pese a vedação expressa ao impacto à gerência, o mercado desenvolveu algumas formas de conservar *hard monitoring* pelos anjos sobre as investidas. Mesmo que o investidor não seja sócio, diretor ou conselheiro, o contrato de participação poderá contar com cláusula de resgate antecipado. Nesse artigo do contrato são elencadas diversas obrigações positivas ou negativas do empreendedor, e que, se não cumpridas, tornarão os recursos aportados pelo anjo imediatamente exigíveis da *startup*⁵⁷⁸.

Tradicionalmente, o descumprimento de obrigações de atingir certos níveis de *performance* em certo tempo (chamados de *milestones*) é evento que ativa cláusulas de controle mais rígido pelo investidor, que pode ser resgate antecipado, tomar temporariamente o controle da *startup* ou até substituir o empreendedor por outro agente mais capacitado para dirigir a investida. O exemplo mais clássico de *milestone* é o atingimento de certo nível de faturamento em período pré-determinado pelas partes.

O poder de resgate antecipado não serve só para monitoramento de *performance* da empresa, mas também para instrumentalização dos poderes de veto do investidor, que são extremamente padrão no mercado doméstico e internacional. Para garantir o direcionamento estratégico eficiente da *startup*, o investidor elenca uma série de

⁵⁷⁸ Op. Cit. 450.

decisões que só poderão ser tomadas pela equipe empreendedora com seu prévio consentimento.

No modelo de contrato da Anjos do Brasil, essas decisões se referem a (i) endividamento cujo valor agregado exceda certo valor (inclusive para mitigar risco de responsabilidade pessoal do anjo); (ii) qualquer operação que possa afetar, direta ou indiretamente, direitos de propriedade intelectual em que se funda a atividade da *startup* (ex: marcas, registros de *software*, licenciamentos); (iii) concessão ou constituição de garantias em favor de terceiros; (iv) atos ou operações que impliquem alteração material na condição financeira das *startup*; (v) distribuição de dividendos ou juro sobre capital próprio; e (vi) qualquer operação societária que possa indiretamente afetar os direitos do anjo em razão de ter como objeto o valor do capital social, o empreendimento, a propriedade/posse do empreendimento, ou a propriedade intelectual relevante.

O mesmo modelo também traz hipóteses de transgressão da *startup* que ativam resgate antecipado automático (junto com multa não-compensatória): (i) aplicação do capital anjo em finalidade diversa da acordada; (ii) extinção, liquidação ou dissolução da sociedade; (iii) requerimento de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial formulado pela ou contra a *startup*; (iv) contração de passivo individual ou agregado superior a valor pré-determinado antes da conversão do aporte em participação; (v) sócios deixarem de ser sócios da *startup* ou deixarem cargos específicos de gerência; e (vi) descumprimento dos compromissos assumidos no contrato de participação (inclusive da veracidade das declarações prestadas).

Se o empreendedor tomar qualquer uma dessas decisões sem um “ok” prévio, o anjo poderá usar a cláusula de resgate antecipado para cobrar imediatamente a integralidade do valor investido. A preocupação do anjo não é diretamente financeira (antecipar o resgate para conseguir recuperar seus recursos), mas sim ter uma ferramenta de coerção contra o empreendedor, inspirando o medo de se criar uma dívida que será provavelmente inadimplível, e que então resultaria no desmantelamento da *startup* por uma execução.

O resgate antecipado não é particularidade inédita dos contratos de participação. Antes da Lei dos Anjos, na verdade, o conceito já era usado tradicionalmente pelo

mercado nos mútuos conversíveis, substituindo o conceito de resgate pelo vencimento antecipado da dívida⁵⁷⁹. Ou seja, se não for atingido certo *milestone* ou desrespeitado o poder de veto do investidor, aquela dívida não se converte em participação e torna-se imediatamente exigível, motivando atos de constrição patrimonial nos termos do Código de Processo Civil.

Além da possibilidade do resgate antecipado, o investidor anjo poderá dispor sobre a constituição de um comitê consultivo como condição precedente para a consumação do investimento anjo. Nesse comitê deverão ser levados alguns assuntos pré-determinados de maior relevância para o empreendimento, como a tomada de empréstimos, mudança na estratégia de desenvolvimento do produto, possibilidade de expansão das atividades, novas rodadas de financiamento, entre outros. Considerando que esse comitê consultivo não teria poder vinculativo, e que é advindo de tratativas privadas e não do contrato social, é defensável que sua influência não estaria infringindo à proibição de interferência na administração da investida.

Ainda que cláusula de resgate antecipado ou comitê consultivo não sejam expressamente vedados pela legislação, poder-se-ia vislumbrar seu uso como uma “manobra” para driblar a vedação do §4º, I do art. 61-A. Em outras palavras, o investidor encararia o risco de um juiz interpretar a cláusula como descumprimento de um requisito do regime da Lei dos Anjos, e então (i) impedir o resgate antecipado do aporte, interpretando como cláusula abusiva e contrária ao investimento anjo conforme definido pela Lei Complementar 155; ou (ii) desenquadrar o contrato de participação do regime pela existência de uma dessas “manobras”, vulnerabilizando o patrimônio pessoal do investidor.

Para a maioria dos que se alinham a esse posicionamento cauteloso, a proibição de participar na gestão nem deveria existir na LC 155, e nesse cenário o investidor poderia no máximo contribuir para o debate, mas a investida não teria qualquer obrigação de seguir suas recomendações quando houvesse conflito de ideias. Para esses críticos, investidor é quem tem poder de decisão, por menor que seja, e a LC 155 sugeriria implicitamente que mudemos o nome do investidor anjo para “consultor anjo”.

⁵⁷⁹ Op. Cit. 450.

Entendemos que a visão dos que vislumbram esse risco de descaracterização não é conservadorismo exagerado, especialmente quando levamos em conta os hábitos erráticos de desconsideração do Judiciário que estudamos no Capítulo xxx acima. O risco de um juiz penalizar a implementação (ou até existência) de cláusulas de resgate antecipado deve ser considerado pelos anjos e seus advogados quando estiverem escrevendo seus contratos de investimento, e esse cuidado se estende à opção de investir por contrato de participação ou por mútuo conversível.

Por fim, consideramos que podem ser mitigadores desse risco:

- (i) a vedação aparentar ser voltada para coibir o risco de fraude por empreendedores para resguardar seus bens contra terceiros, e não para inibir a mentoria dos anjos;
- (ii) a restrição do direito a gerência não se referir às decisões estratégicas (“macro”) do negócio, mas sim ao envolvimento do anjo na administração operacional da *startup*;
- (iii) em consequência do item anterior, que o anjo não esteja presente no dia a dia da *startup*, coordene funcionários, pague contas e etc, já que o Judiciário (principalmente trabalhista) preza a materialidade sobre a forma;
- (iv) as cláusulas de resgate antecipado não estejam interferindo ativamente na gestão, mas tão somente estabelecendo condições precedentes que o empreendedor aceita cumprir desde o ato de assinatura (em outras palavras: não há interferência, mas sim estabelecimento de diretrizes); e
- (v) um comitê consultivo ser exatamente uma posição institucionalizada de mentoria e conselhos privados para o empreendedor, sem poder de decisão efetivo como seria em reunião de sócios, assembleia geral, conselho de administração ou conselho fiscal.

7. POLÍTICAS PÚBLICAS PARA O CUMPRIMENTO DA MISSÃO ESTATAL DE FOMENTAR A INOVAÇÃO: HÉLICE TRÍPLICE

Na década de 90, Henry Etzkovitz cunhou a metáfora (no futuro se tornaria um modelo) que melhor direciona a formação de um bom ecossistema para *startups*, mesmo

depois de tantos anos: hélice tríplice, segundo a qual não é possível esperar que meramente a relação universidade-indústria incentive o mercado da inovação sem uma integração significativa do Estado.

De acordo com a teoria, a universidade tem o tempo da ciência, a indústria tem o tempo do mercado e o Estado tem o tempo da busca pela aprovação da opinião pública.

Nos Estados Unidos, a hélice tríplice existe de uma forma menos visível a olho nu: o governo atua por trás das universidades e relaciona-se indiretamente com as indústrias, impulsionando a atuação das duas instituições no ecossistema de inovação. O *1980 Bayh-Dole Act* (ou *Patent and Trademark Law Amendments Act*), por exemplo, incentiva a transferência de tecnologias produzidas no ecossistema das universidades (e ajudadas por verba pública federal) para indústrias, magnificando assim o efeito da academia sobre esse mercado.

Fundamentalmente, o modelo da hélice tríplice direciona certas obrigações ao poder público, assim como o faz para universidades e agentes do mercado, para que a sociedade como um todo atinja o objetivo da produção contínua de inovações. Tracemos um paralelo: se é obrigação das instituições de ensino estimular o aprendizado voltado ao empreendedorismo e promover pesquisas inovadoras que impulsionem o desenvolvimento nacional, se é obrigação dos empreendedores usufruir dos recursos dados pelas universidades para implementar inovações no mercado, e se é obrigação dos investidores *Venture Capital* capitalizarem mais e mais aqueles empreendedores e suas *startups*, qual é a obrigação do Estado?

A obrigação do Estado é a criação de um ecossistema favorável ao empreendedorismo. Por mais genérica que essa afirmação seja, conseguimos destrinchá-la em diversas políticas públicas que podem ser implementadas pelos agentes públicos para incentivar *startups* e investidores. Essas ações positivas podem ser materialmente fiscais, regulatórias, e até antitrustes.

Primeiramente, sob a ótica concorrencial, será responsabilidade do poder público garantir um ecossistema de livre concorrência, de forma a viabilizar a atividade empreendedora. Segundo parte da doutrina, mercados dominados por cartéis são menos

propícios à inovação porque as empresas cartelizadas estão em posições acomodadas, e logo, têm menos incentivo a inovar do que potenciais novos *players* (impedidos de entrar no mercado por eventuais barreiras de entrada).

Esse incentivo concorrencial será implementado pelas autoridades antitrustes, mediante controle preventivo (avaliação de atos de concentração) e controle repressivo (combate a cartéis e outros acordos ilícitos entre concorrentes) no mercado. Para quem acredita na livre concorrência com fomentadora da inovação, a política antitruste ajuda de forma reflexa na criação do produto de startups, em paralelo a todos os seus objetivos, tais como bem-estar do consumidor e a própria livre iniciativa.

Não é consenso entre economistas que a repressão aos monopólios seria correlata com aumento de inovações. O próprio Schumpeter entende que apenas grandes empresas são capazes promover as maiores inovações, já que só elas conseguem fazer frente aos custos de transação envolvidos⁵⁸⁰. Logo, um mercado pulverizado seria menos propício à economia criativa. Além disso, um dos impulsionadores do desejo de inovar é justamente chegar a uma posição de monopólio, que depois será resguardada por privilégios como patentes⁵⁸¹. Não é a ambição desse estudo solucionar um debate travado há tantas décadas, mas tão somente trazê-lo a uma luz esclarecedora.

Prosseguiremos, agora, à próxima categoria.

7.1. Incentivos fiscais e regulatórios: Brasil na contramão do desenvolvimento inovador

Ao longo do Capítulo 6, verificamos várias instâncias na Lei Complementar 155 em que o legislador poderia ter ido além na promulgação de suas normas para beneficiar os anjos. No entanto, elas haviam sido majoritariamente concentradas no campo

⁵⁸⁰ Op. Cit. 2.

⁵⁸¹ Muito embora seja esse o desejo de empreendedores, patentes não conferem monopólio. Elas conferem direitos exclusivos sobre o uso de uma invenção, mas esta é uma substituta econômica, já que diversas tecnologias podem ser criadas e manejadas por diferentes agentes para atingir os mesmos fins econômicos. In: EGAN, Edward J. **How Start-up Firms Innovate: Technology Strategy, Commercialization Strategy, and Their Relationship**. National Bureau of Economic Research, dezembro de 2013. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2364096>. Acesso em 18.06.2017.

empresarial. Temos agora também uma interseção com o Direito Tributário, em que essa rotina de abstenção dos representantes do povo insiste em se repetir.

Lamentavelmente, quando a Lei Complementar 155 foi promulgada, o apetite voraz do Leão não permitiu que fossem concedidos incentivos fiscais para estimular o investimento anjo. Se limitando a afirmar no seu art. 61-A, §10º que “o *Ministério da Fazenda* poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido”, a Lei do Simples não concede qualquer benefício àqueles que podem fomentar o desenvolvimento nacional às suas próprias expensas e sob exposição a grandes riscos.

Considerando esses pontos, nós conseguimos afirmar categoricamente, como raramente é possível em trabalhos acadêmicos, que o Brasil não conta com políticas de incentivo fiscal suficientes para fomentar a inovação na intensidade necessária para o país. Essa falta de apoio estatal é especialmente desestimulante quando olhamos para fora.

Com o propósito de sugerir possíveis políticas públicas para os representantes do povo, e assim cobrir o déficit comentado, nós veremos a seguir uma lista exemplificativa dos países que melhor avançaram nessa trilha e oferecem incentivos fiscais e regulatórios para o investimento de pessoas físicas e jurídicas em *startups*. Nesse capítulo, não nos limitaremos aos incentivos aproveitáveis por anjos e abordaremos também aqueles estendidos a Fundos *Venture Capital* e *Corporate Venture*, sem nenhuma intenção, porém, de exaurir todas as políticas implementadas por cada país relacionado.

A relação a seguir se baseia em pesquisas na legislação estrangeira, em estudo da OCDE⁵⁸² e em estudo apresentado por Rodrigo Menezes à Câmara dos Deputados em 2014⁵⁸³ no contexto de discussão sobre a Lei dos Anjos:

⁵⁸² Op. Cit. 499.

⁵⁸³ MENEZES, Rodrigo. **Incentivos ao Investimento em *Start-ups* - Análise Internacional**. Estudo apresentado à Câmara dos Deputados em 2014. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/a-camara/estruturaadm/altosestudios/seminarios/seminario-capital-empendedor-22-05-2014/apresentacoes-dos-palestrantes/apresentacao-rodriigo-menezes-anjos-do-brasil/view>>. Acesso em 18.06.2017.

a) Estados Unidos

Como sabemos, o modelo federalista dos Estados Unidos oferece ampla liberdade para seus estados, então temos diversas políticas diferentes espalhadas pelos cinquenta entes. No entanto, foram concedidos em lei federal três grandes incentivos fiscais para estimular investidores anjos e empreendedores, incentivos esses que contribuíram fortemente para o *status* atual do mercado de inovação americano.

A primeira delas veio no contexto do programa federal de 2010 *Small Business Jobs Act*. De acordo com o 26 *U.S. Code § 1202*, um investidor pode ganhar isenção do imposto de renda sobre até 100% do ganho de capital percebido no desinvestimento de uma empresa de pequeno porte (“*small business*”, nos termos da lei), desde que o alienante tenha mantido seu investimento por pelo menos cinco anos⁵⁸⁴.

Esse prazo também pode ser acumulado em mais de um investimento, nos termos do 26 *U.S. Code § 1045*. Se um investidor auferir ganho de capital antes do desfecho dos cinco anos, ele terá até 60 dias para alocar tal ganho em outro pequeno empreendimento⁵⁸⁵. Caso consiga, ele poderá aproveitar a isenção descrita no parágrafo anterior.

Até quando há perda de capital investido a legislação americana ajuda o fomento da inovação. O 26 *U.S. Code § 1244* garante que investidor participante do aporte do primeiro milhão de um *small business* pode deduzir seu prejuízo na apuração do imposto sobre a sua renda⁵⁸⁶.

b) Israel

O ecossistema da inovação israelense está entre um dos mais aquecidos do mundo desde a implantação em 1993 do Programa Yozma (judaico para “iniciativa”). Desde então, o país é um pólo para investidores e empreendedores, conforme relatórios

⁵⁸⁴ 26 U.S. Code § 1202 - *Partial exclusion for gain from certain small business stock*

⁵⁸⁵ 26 U.S. Code § 1045 - *Rollover of gain from qualified small business stock to another qualified small business stock*

⁵⁸⁶ 26 U.S. Code § 1244 - *Losses on small business stock*

recentes da BPIFRANCE⁵⁸⁷ e da PwC⁵⁸⁸, e uma das razões para tal é o advento de políticas que aliviam a carga tributária dos investidores.

Pessoas físicas e pessoas jurídicas podem deduzir seus investimentos de qualquer outro tipo de rendimento (ex: salário, dividendos, ganhos de capital) sob algumas condições, tal como a modalidade de investimento ser diretamente por participação, máximo de US\$ 1,4 milhões por *startup*, e um período mínimo de três anos.

Fundos *Venture Capital* israelenses podem conseguir isenção fiscal para seus quotistas desde que cumpram algumas condições, patrimônio do fundo ser superior a US\$ 10 milhões, 50% dos quais aportados de estrangeiros, e que 30% dos recursos sejam investidos em *startups* israelenses ou que desempenhem a maioria de suas atividades em Israel.

c) França

De acordo com os incentivos franceses, pessoas físicas conseguem até 25% de isenção do imposto de renda do total investido em pequenas empresas até o limite de € 20 mil, se mantiverem o investimento por cinco anos. Para Fundos *Venture Capital*, há isenção de imposto de renda sobre o ganho de capital do veículo e dedução do imposto de renda para quotistas até o limite de € 12 mil, desde que seja mantido o investimento por cinco anos e atendido certos critérios legais de investimento nas investidas.

Também há suporte direto para a própria *startup*: os franceses contam com uma das políticas de incentivo fiscal à inovação mais generosas do mundo. O sistema *Crédit d'Impôt Recherche* (Crédito Fiscal de Pesquisas – “CIR”), criado em 1983, é um programa de redução de carga tributária⁵⁸⁹ que permite a companhias de qualquer

⁵⁸⁷ Op. Cit. 123.

⁵⁸⁸ Op. Cit. 160.

⁵⁸⁹ Chamamos esse tipo de incentivo fiscal de horizontal, já que o Estado não interfere diretamente na espécie de R&D que será abordado pelas companhias. Políticas verticais de incentivos ao R&D são os subsídios, que costumam ser direcionadas a algum setor específico de interesse público. Ainda assim, podemos criticar que sistemas como o CIR prestigiam inovações tecnológicas e de grandes companhias, criando certa forma de direcionamento em detrimento de pequenas *startups* (OCDE, 2014).

segmento ganhar crédito fiscal de até 30% das suas despesas com R&D até o limite anual de € 100 milhões, ou de 5% se ultrapassado esse limite⁵⁹⁰.

A composição dessas despesas é de 100% das verbas salariais dos funcionários de R&D, 50% dos custos operacionais de R&D, 75% dos investimentos feitos em operações de R&D, e qualquer outra despesa envolvida (OCDE, 2014).

d) Itália

Em terras italianas, pessoas físicas têm isenção de imposto de renda sobre ganho de capital se mantiverem o investimento por pelo menos três anos, e desde que mantenham um máximo estabelecido por lei na *startup* investida, provavelmente para mitigar risco de fraudes fiscais de sócios que tentam se passar por capitalizadores externos.

Para pessoas jurídicas, a lei confere isenção de até 95% do imposto de renda sobre o ganho de capital, desde que o aporte tenha sido mantido por pelo menos um ano e que tenha sido contabilizado pelo investidor como ativo financeiro.

e) Irlanda

Pessoas físicas e pessoas jurídicas da Irlanda conseguem crédito fiscal de até de € 150 mil, podendo ser utilizado em até cinco anos, desde que o investimento feito através do regime BES (“*Business Expansion Scheme*”), obedecendo um limite de aporte anual na investida. Fundos *Venture Capital* e fundos de anjos têm isenção integral de imposto de renda sobre ganho de capital.

⁵⁹⁰ O Brasil tem incentivo semelhante instituído pela Lei nº 11.196/05, chamada de “Lei do Bem”, para pessoas jurídicas que realizam pesquisa e desenvolvimento e conduzem inovação tecnológica. Para as que são enquadradas no regime, os principais benefícios são (i) dedução de até 34% das despesas com R&D na base de cálculo do IRPJ e CSLL; (ii) isenção de 50% do IPI cobrado sobre equipamentos adquiridos para fins de R&D, bem como sua depreciação imediata no ano da aquisição; e, (iii) amortização acelerada das despesas com compra de ativos intangíveis adquiridos para fins de R&D.

7.2. Iniciativa da Receita Federal: Proposta de instrução normativa em linha com nova regulamentação

Recentemente, foi publicada pela Receita Federal a Consulta Pública RFB nº 15/2016, que busca regulamentar a tributação dos rendimentos do investidor anjo, de acordo com o §10 do art. 61-A da Lei do Simples. A proposta sugere uma tabela regressiva para imposto de renda de acordo com a duração do investimento, incidente sobre remunerações decorrentes do contrato de participação, inclusive no desinvestimento. A alíquota começará em 22,5%, chegando à mínima de 15% caso o contrato de participação subjacente possua prazo de 720 dias ou mais⁵⁹¹.

Essa alíquota é totalmente desproporcional ao risco assumido. Essas são, por exemplo as mesmas alíquotas incidentes sobre ganho de capital decorrente da alienação de ações em mercado de bolsa. Não é razoável que a Administração Tributária pretenda onerar no mesmo nível um investidor de *blue chips* (companhias sólidas e reconhecidas no mercado) e outro que assume um grande risco em prol do desenvolvimento do mercado por meio da inovação. Conforme falamos no capítulo acima, esse contexto é ainda mais absurdo quando olhamos para fora, havendo tantos exemplos excelentes de incentivo fiscal aos investidores de *Venture Capital*.

Ressalvamos que, especificamente nesse caso, a Receita Federal não teria tanto poder para negociar eventual dispensa do dever de recolher tributo sobre o desinvestimento do anjo. Isso porque a incidência do imposto de renda sobre ganho de capital é uma determinação legalmente expressa no art. 21 do da Lei 8.981/95⁵⁹². No rol de isenções conferidas na lei, não há a situação de ganho de capital decorrente da alienação/resgate de investimento anjo (ou qualquer outro investimento em *startup*).

⁵⁹¹ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Consulta Pública RFB nº 15/2017**. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-15-2016.pdf>>. Acesso em 16.05.2017.

⁵⁹² Art. 21. O ganho de capital percebido por pessoa física em decorrência da alienação de bens e direitos de qualquer natureza sujeita-se à incidência do imposto sobre a renda, com as seguintes alíquotas: (Redação dada pela Lei nº 13.259, de 2016)

Considerando que a concessão de isenções é matéria de reserva legal segundo o art. 150, §6 da Constituição Federal⁵⁹³, a Administração Tributária é vinculada a tributar os anjos, sendo impossível flexibilizar eventual cobrança por meio de regulamentação infralegal.

Dessa forma, cabe ao mercado da inovação pressionar os representantes do povo para que para que, a despeito da interminável fome de arrecadação, consigamos um regime tributário que estimule investidores de *Venture Capital*. O desenvolvimento econômico da nação é uma consequência real desses agentes, e enquanto o Estado não conceder incentivos fiscais satisfatórios, ele não está só deixando de cumprir esse mandamento constitucional, mas efetivamente trabalhando contra ele.

7.3.Fundos de co-investimento e sua inerente utopia: capital público eficientemente alocado

Capital público foi fundamental para o desenvolvimento da indústria de capital de risco dos Estados Unidos. Os pioneiros do Vale do Silício se financiaram com fundos de universidades e outras instituições públicas no início do século XX⁵⁹⁴. O programa federal chamado *Small Business Investment Companies* é a principal ferramenta para isso. Nessa sistemática, o governo americano concede empréstimos a fundos de investimentos privados (*investment companies*), que então usam esses recursos para investir em pequenos negócios (*small businesses*) que preenchem certos critérios⁵⁹⁵.

Desde 2007, os Estados da União Européia têm sido os maiores investidores de *Venture Capital*, havendo contribuído com mais de um quinto do total dos recursos destinados às *startups* de inovação. Nos Estados Unidos, participação estatal não é tão considerável e fundos de pensão são os maiores investidores nesse setor. Setores de

⁵⁹³ Art. 150. Sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios:

§ 6º Qualquer subsídio ou isenção, redução de base de cálculo, concessão de crédito presumido, anistia ou remissão, relativos a impostos, taxas ou contribuições, só poderá ser concedido mediante lei específica, federal, estadual ou municipal, que regule exclusivamente as matérias acima enumeradas ou o correspondente tributo ou contribuição, sem prejuízo do disposto no art. 155, § 2.º, XII, g. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 3, de 1993)

⁵⁹⁴ Op. Cit. 123.

⁵⁹⁵ U.S. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION. Disponível em: <https://www.sba.gov/sbic/general-information/program-overview> Acesso em 19.05.2017.

atuação dos Fundos *Venture Capital* são majoritariamente *life sciences* (30% a 35%), eletrônicos e computadores (20%) e comunicações (15% a 20%)⁵⁹⁶.

Conseguimos perceber a importância do capital público para o fomento da cultura de investimento no capital de risco. Nos Estados Unidos, na Europa e em Israel o poder público foi responsável por estimular os agentes econômicos a investir em *startups*, seja por meio de facilitações regulatórias, seja por meio de capital público canalizado diretamente.

A política pública que mais aparenta ter estimulado o empreendedorismo é o co-investimento: a criação de um fundo de investimento gerido pelo próprio Estado na estrutura “*fund of funds*”, ou seja, que investe em outros fundos ao invés de aportar capital para as empresas diretamente (tal como o fundo de investimentos em cotas). Usando esse veículo, o Estado se une em sindicato com um agente privado (ou grupo deles) que está realizando investimento em uma *startup*⁵⁹⁷.

A política de co-investimento traz diversos benefícios ao ecossistema da inovação em que ela estiver inserida. Ao assumir a responsabilidade de aportar parte do capital do qual a *startup* necessita, o poder público automaticamente reduz a quantidade de recursos necessária que o investidor de *Venture Capital* precisará dedicar e arriscar. Não só ele estará mais propenso ao investimento, mas terá uma parte maior do seu patrimônio disponível para investir em mais *startups*, aumentando o número de atuantes no mercado de inovação.

Um fundo público de co-investimento pode funcionar de diversas formas, sendo mais frequente o aporte *pari-passu*, ou seja, o sistema em que o Estado investe o mesmo valor que foi investido pelos agentes privados. Há um consenso sobre esses 50% serem o limite máximo de capital com que o poder público deve participar, já que qualquer excedente pode provocar desincentivos aos investidores privados e aos empreendedores,

⁵⁹⁶ Op. Cit. 123.

⁵⁹⁷ Op. Cit. 302.

como, por exemplo, escolhas de investimento ineficientes porque o risco está mitigado pelos recursos do Estado⁵⁹⁸.

Em que pese a tradicional participação em 50%, alguns fundos oferecem incentivo ainda maior para o mercado de *Venture Capital* ao assumir uma parte maior do risco e uma parte menor do retorno⁵⁹⁹. Por exemplo: o Estado pode começar no sindicato tendo direito a 50% de todos os retornos advindos da *startup*, proporcionalmente ao valor que aportou, até conseguir recuperar totalmente o capital que investiu inicialmente. Passado esse período, ele passa a ter direito apenas a 20% dos retornos, aumentando a lucratividade dos investidores privados e diminuindo seus riscos.

Temos diversos bons exemplos de efetividade do co-investimento no exterior trazidos por Wilson⁶⁰⁰. Em Portugal, até 2006 não havia uma cultura de investimento relevante em *startups*. A situação mudou quando o poder público permitiu a criação de um fundo de co-investimento. Desde então, as maiores cifras que financiam o empreendedorismo de inovação português vêm dos investidores anjos. Na Nova Zelândia, houve experiência semelhante a partir de uma política de co-investimento voltada ao incentivo de investimento anjo e Fundos *Venture Capital*.

Por fim, não é apenas em *startups* de estágios de investimento anjo ou Fundos *Venture Capital* que o Estado pode agregar recursos. Em estudo de 2011, foi observado que a maioria das incubadoras americanas de sucesso contavam com financiamento público, bem como havia uma correlação direta entre o volume desse investimento e o que a incubadora produz em termos de *startups* prontas para receber investimentos, criação de empregos na comunidade local, etc⁶⁰¹.

7.4. Políticas públicas na ponta da demanda

Quando estudamos a “ponta de demanda”, queremos fazer referência aos tomadores de financiamento *Venture Capital*, que são as próprias *startups*. Por mais que

⁵⁹⁸ LERNER, Josh. **Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to do About It.** Princeton: Princeton University Press, 2009.

⁵⁹⁹ Op. Cit. 302.

⁶⁰⁰ Op. cit. 302.

⁶⁰¹ Op. Cit. 190.

o foco do presente estudo sejam políticas públicas que incentivem o investimento na inovação, não poderíamos deixar de mencionar algumas práticas que funcionaram para fomentar o empreendedorismo ao redor do mundo.

Agentes estatais dedicam um tempo razoável para implementar políticas públicas para micro e pequenas empresas, mas não tempo necessário para oferecer apoio à construção de *networking* profissional entre elas⁶⁰².

No Brasil, a maior manifestação de apoio aos pequenos empreendimentos é o regime tributário da Lei do Simples, que já avaliamos no Capítulo xxx. No entanto, apesar de todos os seus méritos de simplificação e redução da carga tributária para micro e pequenas empresas, o regime não consegue (sozinho) dar um passo real no estímulo à inovação.

É verdade que existe o Projeto de Lei nº 6.625/2013, mencionado no Capítulo xxx acima, voltado a uma maior redução da carga tributária de *startups* de bases tecnológicas. Naturalmente, o projeto ainda não produz efeitos, mas não poderia passar despercebida a tentativa de incentivo ao mercado de inovação. Foi inclusive citado no parecer da Comissão de Ciência e Tecnologia, Comunicação e Informática que as *startups* brasileiras já movimentam cerca de R\$ 2 bilhões por ano, e ainda assim não há nenhuma com valor de mercado superior a R\$ 1 bilhão⁶⁰³.

Em que pese ser louvável a iniciativa do Senador José Agripino (DEM/RN), observamos que ela ainda encontra amarras muito fortes, como a restrição para *startups* com receita bruta trimestral de até R\$ 60 mil e máximo de quatro funcionários contratados. Além disso, simplesmente não há apoio significativo pelos representantes do povo a esse projeto, que continua em trâmite desde sua proposição em 2013.

Fundamentalmente, as propostas de maior valor para fomentar a “ponta da demanda” são a colocação de cursos educacionais especialmente voltados para a

⁶⁰² Op. Cit. 41.

⁶⁰³ COMISSÃO DE CIÊNCIA E TECNOLOGIA, COMUNICAÇÃO E INFORMÁTICA – Projeto de Lei nº 6.625/2013. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=598004>>. Acesso em 17.01.2017.

carreira empreendedora, o investimento em centros de *networking* em que os interessados possam ter contato com a inovação e agentes facilitadores desde logo, e o investimento em universidades para estimular suas atividades de pesquisa e desenvolvimento⁶⁰⁴, impulsionando o motor que movimenta a hélice tríplice.

CONCLUSÕES PRELIMINARES

Schumpeter ensinava que a inovação econômica é o caminho para o desenvolvimento nacional (reconhecido no Brasil como objetivo fundamental da República pelo art. 2º, II c/c art. 21, IX da Constituição Federal), tornando o fomento ao empreendedorismo verdadeira obrigação do Estado. Empreendedores são agentes econômicos que destroem o *status quo* da ordem econômica ao tomar os meios de produção usados no mercado e recombina-los em um novo produto, que então satisfaz uma demanda pré-existente ou uma expectativa de demanda.

Empreendedores instrumentalizam a inovação por meio das *startups*: instituições com grandes perspectivas de crescimento e que operam sob condições de extrema incerteza. Por mais relevantes que sejam, os agentes da inovação enfrentam dificuldades pela escassez de fontes de captação de recursos para suas atividades, especialmente em razão do alto risco envolvido, falta de patrimônio para oferecer como garantia em troca de financiamentos bancários e falta de estrutura para se financiar no mercado de capitais.

Nesse contexto, entra o mercado de *Venture Capital*: agentes que investem em *startups* inovadoras para tentar capturar altos ganhos, dispostos a correr os riscos envolvidos. No entanto, até mesmo entre esses investidores, os empreendedores que ainda estão em estágio embrionário de atividade têm dificuldades para receber capital.

Fundos de Investimento em Participações, constituídos para deter participações em outras sociedades e aprimorar suas administrações, podem ser dos subtipos FIP – Capital Semente ou FIP – Empresas Emergentes (Fundos *Venture Capital*), especializados na capitalização de *startups*. No entanto, via de regra, Fundos *Venture*

⁶⁰⁴ Op. Cit. 302.

Capital só investem quando empresas já receberam alguns financiamentos e são razoavelmente estruturadas, além dos gestores dos fundos estarem subordinados aos cotistas, criando potenciais conflitos de interesse.

Preenchendo esse *gap*, temos os investidores anjos: agentes com grande patrimônio que capitalizam *startups* inovadoras de alto risco, agindo também como mentores do time empreendedor. Muitas vezes eles mesmos são ex-empresendedores que desejam recapturar a emoção de impulsionar um negócio ao sucesso e auferir lucros exponenciais no processo, investindo sozinhos ou em grupos. Existem pesquisas extensivas acerca dos benefícios que anjos trazem para o desenvolvimento das nações em que se encontram.

Recentemente, foi promulgada a Lei Complementar 155, que oficialmente reconheceu os investidores anjos no ordenamento jurídico. Foram feitos certos avanços, como a blindagem do investidor contra dívidas da sociedade investida e o direito de venda conjunta do aporte quando o empreendedor aceitar uma oferta de aquisição. Entretanto, a lei não alcançou um ponto fundamental, que é a necessidade de incentivos fiscais para investimentos em *Venture Capital*.

O retrocesso é preocupante, colocando o Brasil na contramão de países que possuem cultura favorável ao empreendedorismo. Pelo contrário, na Consulta Pública RFB 15/2016, a Receita sugere que ganhos de capital dos Anjos sejam tributados regressivamente até o limite de 15%, a mesma alíquota aplicável à venda de uma cota de fundo de investimento ordinário, com muito menos risco.

Ainda, o ecossistema regulatório do Brasil é muito desfavorável aos empreendedores. Observamos poucos incentivos para anjos enfrentarem o alto risco envolvido, como incentivos fiscais ou co-investimentos com os agentes privados em *startups* (ponta da oferta); e nem para agentes de alto potencial se encorajarem a empreender, como criação de ambientes de *networking*, estímulo ao ensino de empreendedorismo e facilitação na abertura de negócios (ponta da demanda).

O presente trabalho pretendeu avaliar e sugerir políticas públicas que podem ser implementadas pelo Estado, tanto na ponta da demanda quanto da oferta, aplicando

estudo comparado com os principais expoentes de *Venture Capital* do mundo (principalmente Estados Unidos e Europa), apontando o que deve ser aprimorado na Lei Complementar 155/2016, quais políticas públicas podem ser implementadas pelo Estado e assim impulsionar o desenvolvimento econômico nacional.

Longe de chegar a uma conclusão definitiva sobre qual medida surtiria o efeito mais eficiente no ecossistema empreendedor brasileiro, afirmamos convictamente que o advento de incentivos fiscais para anjos, especialmente a possibilidade de exclusão do valor investido da base tributável de pessoa física e a isenção sobre ganho de capital decorrentes de desinvestimentos de sucesso.

Tomando os excelentes cases do exterior como exemplo, também seria um avanço absoluto a instituição de um fundo de co-investimento pelo poder público, com o objetivo de incentivar os anjos a investirem mais recursos em mais *startups*, mitigando seu risco e dedicando capital público a uma causa que caminhará em direção ao objetivo constitucional do desenvolvimento nacional.

Por fim, declaramos uma última vez o inquantificável impacto que os investidores anjos exercem sobre a economia local e internacional com as suas atividades. Os agentes do *smart money* estimulam a inovação no mercado, geram postos de emprego, aumentam a arrecadação do Estado, e, por alguma razão, conseguem todas essas conquistas sem efetivo reconhecimento da sociedade. Nas palavras de Morrisette, “*angel investors are fascinating people who drive most of the job creations in the United States, yet they are invisible*”.

De fato, em comparação a outras entidades do mercado, anjos são invisíveis, e o presente estudo tentou mitigar minimamente esse cenário. Independentemente do nosso sucesso nessa frente, e da chegada ou não de políticas públicas que os favoreçam, eles continuarão exercendo o ofício da inovação.

Unsung heroes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. **Inside VC: inBrazil Venture Capital**. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

ANBIMA. **Ofício OF. DIR -022/2014**, datado de 10.06.2014, encaminhado pela Diretoria da Anbima à CVM no contexto da Audiência Pública CVM nº 4/2014, p. 23. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0114-manifestacaoAnbima_24-03-2014.pdf>. Acesso em 25.04.2017.

ARAKE, Henrique. **Os Acordos ou Termos de Confidencialidade** (2009). Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/13040/os-acordos-ou-termos-de-confidencialidade>>. Acesso em: 12.01.2017.

ASSOCIAÇÃO EDUCACIONAL DOM BOSCO (AEDB). **O Investimento Anjo como Fomentador do Empreendedorismo**. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/347_Artigo_SeGET._2008.pdf>. Acesso em 30.05.2017.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>>. Acesso em 03.04.2017.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI) E FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV): 2011. **2º Censo de Private Equity e Venture Capital**. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf>. Acesso em: 03.04.2017.

AKERLOF, George A. **The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism**. Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Cambridge: agosto de 1970, pp. 488-500.

ALBUQUERQUE, Bruno Caraciolo Ferreira. **Responsabilidade Civil das Instituições Financeiras nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 15, 57, julho-setembro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

ALEXY, Robert. **Teoria dos Direitos Fundamentais**. 5ª Ed. alemã, traduzida por Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros Editora, 2008.

ANJOS DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/>>. Acesso em 08.05.2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 1.559, de 22 de dezembro de 1988**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1988&numero=1559>>. Acesso em 19.06.2017.

BANCO DO BRASIL. **Microcrédito Produtivo Orientado**. Disponível em <[http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/empresas/produtos-e-servicos/credito/financiar-um-investimento/microcredito-produtivo-orientado#/](http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/empresas/produtos-e-servicos/credito/financiar-um-investimento/microcredito-produtivo-orientado#/>)>. Acesso em 25.05.2017.

BARROSO, Luís Roberto. **Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os Conceitos Fundamentais e a Construção do Novo Modelo**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

BENNIS, Warren; NAMUS, Burt. **Leaders: the Strategies of Taking Charge** (2007). 2ª edição: Nova York: Harper Business, 1997.

BERNARDINO, Diogo. **Fundos de Venture Capital e Private Equity: Breve Análise sobre sua Evolução, Características e Importância**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro, p. 45-77. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2013.

BONINI, Stefano; CAPIZZI, Vincenzo; VALLETTA, Mario; ZOCCHI, Paola. **Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process. Bonini, Stefano and Capizzi, Vincenzo and Valletta, Mario and Zocchi, Paola, Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process.** Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2856478>. Acesso em 30.04.2017.

BOUCHOUX, Deborah E. **Protecting your Company's Intellectual Property: a Practical Guide to Trademarks, Copyrights, Patents & Trade Secrets.** Nova York: AMACOM, 2001.

BPIFRANCE. **France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom: Building Momentum in Venture Capital across Europe** (2016). Disponível em: <http://www.bpifrance-lelab.fr/content/download/5601/42348/version/2/file/Bpifrance%20Le%20Lab_Building_Momentum_in_Venture_Capital_across_Europe_Decembre%202016.pdf>. Acesso em 01.05.2017.

BRASILPAR. **Apresentação Institucional 2014.** Disponível em: <<http://www.brasilpar.com.br/waUpload/brasilpar-apres0013012014173428.pdf>>. Acesso em: 03.04.2017.

BROOTA. Disponível em <<https://www.broota.com.br/>>. Acesso em 28.05.2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em 19.04.2017.

BRASIL. **Lei Complementar nº 123 de 14 de dezembro de 2006.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm . Acesso em 18.05.2017>.

BRASIL. **Lei Complementar nº 155 de 27 de outubro de 2016.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp155.htm>. Acesso em 19.04.2017.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em 19.03.2017.

BRASIL. **Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5172Compilado.htm>. Acesso em 17.03.2017.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em 31.05.2017.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 31.05.2017

BRASIL. **Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm>. Acesso em 30.04.2017.

BRASIL. **Lei nº 8.620, de 5 de janeiro de 1993.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8620.htm>. Acesso em 17.03.2017.

BRASIL. **Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8981.htm> . Acesso em 16.05.2017.

BRASIL. **Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9279.htm>. Acesso em 30.04.2017.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 01.02.2017.

BRASIL. **Lei nº 13.243, de 11 de janeiro de 2016.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13243.htm>. Acesso em 29.05.2017.

BULGARELLI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 12^a ed. São Paulo: Atlas, 2001.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Giro Caixa Fácil**. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/empresa/credito-financiamento/capital-de-giro/giro-caixa-facil/Paginas/default.aspx>>. Acesso em 25.05.2017.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Projeto de Lei nº 6.625, de 2013 (do Senado Federal)**. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/1176941.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

CANOTILHO, José Joaquim Gomes. **Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador**. 2^a ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

CAPIZZI, Vincenzo; BONINI, Stefano. **The Effects of Private Equity Investors on the Governance of Companies**. Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2015. Disponível: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2647219>. Acesso em 16.06.2017.

CHEMMANUR, Thomas J.; LOUTSKINA, Elena; TIAN, Xuan. **Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation** (minuta para discussão). Boston, 2013. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/paper/CVC.pdf>>. Acesso em 07.06.2017.

CHESNAIS, François; SAUVIAT, Catherine. **O financiamento da inovação no regime global de acumulação adotado pelo capital financeiro**. In: Conhecimento, Sistemas de Inovação e Desenvolvimento (H.M. Lastres, J. E. Cassiolato e A. Arroio, editores). Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto, 2005.

CHRISTOFIDIS, Constantin; DEBANDE, Constantin. **Financing Innovative Firms through Venture Capital**. Luxemburgo: European Investment Bank, 2001. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>>. Acesso em 08.06.2017.

COMISSÃO DE CIÊNCIA E TECNOLOGIA, COMUNICAÇÃO E INFORMÁTICA. **Projeto de Lei nº 6.625 de 2013**, disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=598004>>. Acesso em 03.04.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM cria núcleo especializado para acompanhamento de inovações tecnológicas no mercado de capitais**. Rio de Janeiro: 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160613-1.html>>. Acesso em 06.06.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 209**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst209.html>>. Acesso em 21.02.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 391**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst391.html>>. Acesso em 21.02.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em 30.01.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 406**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst406.html>>. Acesso em 15.01.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 578**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>>. Acesso em 20.02.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras (FINTECH)**. Rio de Janeiro: 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>>. Acesso em 06.06.2017.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41**. Disponível no mecanismo de busca do *site*: <<http://sei.cade.gov.br>>. Acesso em 12.06.2017.

CRUNCH BASE. Disponível em: <<https://www.crunchbase.com/organization/roche-venture-fund#/entity>>. Acesso em 08.06.2017.

CUBO. Disponível em: <<https://cubo.network/startups>>. Acesso em 30.05.2017.

DELFIN NETTO. **Época Negócios**: Entrevista de Antônio Delfim Netto em 14.05.2012. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2012/12/delfim-netto.html>>. Acesso em 18.06.2017.

DWORKIN, Ronald. **Taking Rights Seriously**. 5ª Ed. Londres: Duckworth, 1987.

EGAN, Edward J. **How Start-up Firms Innovate: Technology Strategy, Commercialization Strategy, and Their Relationship**. National Bureau of Economic Research, dezembro de 2013. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2364096>. Acesso em 18.06.2017.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EQSEED. Disponível em <<https://eqseed.com/>>. Acesso em 28.05.2017.

ETZKOWITZ, Henry. **Hélice Tríplice: Universidade-Indústria-Governo, Inovação em Movimento**. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2009.

FENACON. **Guia Prático do Microempresário Individual MEI**. Disponível em: <http://www.sescontupa.org.br/downloads/guia_pratico_empendedor_individual.pdf>. Acesso em 27.05.2017.

FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em:

<<http://www.conpedi.org.br/publicacoes/02q8agmu/86257626/Ap4fpW72VLabJQJh.pdf>> . acesso em 30.05.2017.

FGV DIREITO RIO. **Cartilha do Investimento Coletivo: Orientações a Investidores e Gestores. *Equity Crowdfunding*** no Brasil hoje. Cadernos FGV Direito Rio, Série Clínicas, Educação e Direito – volume 06, Rio de Janeiro: 2016.

FINANCIAL SERVICES HOUSE. **The Financial CHOICE Act, Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs, Executive Summary.** Disponível em <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financial_choice_act_executive_summary.pdf>. Acesso em 25.05.2017.

FORGIONI, Paula Andrea. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: Da mercancia ao mercado.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços.** 20ª Ed. São Paulo: Qualitymark, 2015.

GARTNER, John D. **The hypomanic edge: the Link between (a little) Crazy and (a lot of) Success in America.** Nova York: Simon & Schuster, 2005

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP REPORT. **2014 United States Report.** Londres: 2015. Disponível em <<http://www.babson.edu/Academics/centers/blank-center/global-research/gem/Documents/GEM%20USA%202014.pdf>>. Acesso em 03.05.2017.

GOLDFARB, Brent; HOBERG, Gerard; KIRSCH, David; TRIANTIS, Alexander. **Are Angels Preferred Venture Investors?** (2007). Disponível em: <<https://maineventurefund.com/wp-content/uploads/2013/10/AreAngelsPreferredVentureInvestors.pdf>>. Acesso em 24.04.2017.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives and Complementarities.** In: MORCH, Randall K. Concentrated Corporate Ownership. Chicago: University of

Chicago Press, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c9004.pdf>>. Acesso em 07.06.2017.

GORNALL, Will; STREBULAEV, Ilya A. **The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies**. Stanford: Stanford University Graduate School of Business: novembro de 2015. Disponível em <<https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/economic-impact-venture-capital-evidence-public-companies>>. Acesso em 28.01.2017.

GP INVESTMENTS. Disponível em: <<http://www.gp.com.br>>. Acesso em 03/04/2017.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1998**. 17ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

HALL, Bronwyn H.; LERNER; Josh. **The Financing of R&D and Innovation**. In: HALL, B. H; Rosenberg N. *Elsevier Handbook of the Economics of Innovation*, B. H. Hall and N. Rosenberg (coordenadores). Amsterdã: North Rolland, 2010, pp. 609-639.

HELLMAN, Thomas F., THIELE, Veikko. **Friends or Foes? The Interrelationship between Angel and Venture Capital Markets**. Journal of Financial Economics. Amsterdã: Elsevier, março de 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2323553>. Acesso em: 27.03.2017.

HILL, Brian E., Power, Dee. **Attracting Capital from Angels**. Nova York: John Wiley and Sons Inc., 2002, p. 52.

HUSTON, Caitlin. Netshoes raises \$148.5 million in IPO, expected to trade Wednesday. **Marketwatch**. Disponível em: <<http://www.marketwatch.com/story/netshoes-raises-1485-million-in-ipo-expected-to-wednesday-2017-04-12>>. Acesso em 04.06.2017.

IESE BUSINESS SCHOOL. University Of Navarra. **The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index**. Navarra, University Of Navarra, 2011.

Disponível em: <<http://www.wall-street.ro/files/102434-82.pdf>>. Acesso em 03.04.2017.

INTERNATIONAL BUSINESS INNOVATION ASSOCIATION. Disponível em: <<https://inbia.org/>>. Acesso em 30.05.2017.

INVEST EUROPE. **Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015**. (2016). Disponível em: <<https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf>>. Acesso em 08.06.2017.

JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. **The determinants of venture capital funding: evidence across countries**. Journal of Corporate Finance, v.6, p. 241-289. Amsterdã: Elsevier, 2000, p. 241-289.

JENSEN, Michael C. **Takeovers: their Causes and Consequences**. The Journal of Economic Perspectives, vol. 2, nº 1. Tennessee: American Economic Association, 1998, pp. 12-48. Disponível em: <http://ecsocman.hse.ru/data/822/126/1231/jensen_-_takeovers_1988.pdf>. Acesso em: 24.05.2017.

JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA. **Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição**. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=PT>>. Acesso em 22.05.2017.

JUMPSTART. **Why Investors EVADE Non-Disclosure Agreements** (2011). Disponível em: <<https://www.jumpstartinc.org/2011/12/09/why-investors-evade-non-disclosure/>>. Acesso em: 30.04.2017.

KAUFFMAN FOUNDATION. **Corporate Venture Capital (CVC)**. Kansas: Ewing Marion Kauffman Foundation, 2016. Disponível em: <<http://www.kauffman.org/microsites/state-of-the-field/topics/finance/equity/corporate-venture-capital>>. Acesso em 07.06.2017.

KLEIN, Sarah. **What is the Difference between an Incubator and an Accelerator?** (2015). Disponível em: <<http://www.bizlawtoday.com/2015/06/what-is-the-difference-between-an-incubator-and-an-accelerator/>>. Acesso em 30.05.2017.

KOKRON, Carlos. **The View from a Global Corporate Venture**. In: ABVCAP. *Inside VC: inBrazil Venture Capital*. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil – 2016**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

LAMEIRA, Valdir de J. **A Estrutura de Capital das Sociedades Anônimas**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, **Título I: Conceito, Objeto Social e Classes**. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coordenadores). *Direito das Companhias*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Gen/Forense, 2017.

LE MERLE, Matthew C.; LE MERLE; Louis A. **Capturing the Expected Angel Returns of Angel Investors in Groups: Less in more – Diversify** (2015). Disponível em: <<https://static1.squarespace.com/static/5481bc79e4b01c4bf3ceed80/t/564a571be4b0aed2fa5ff555/1447712539717/Fifth+Era+WP+final-b.pdf>>. Acesso em 02.04.2017.

LEAVITT, Jeffrey M. **Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies** *North Carolina Journal of Law & Technology*. Vol. 6, issue 2. Chapel Hill: 2005. Disponível em: <http://ncjolt.org/wp-content/uploads/2016/09/14_6NCJLTech2232004-2005.pdf>. Acesso em 31.05.2017.

LERNER, Josh. **Corporate Venturing**. *Harvard Business Review*, outubro de 2013. Disponível em: <<https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>>. Acesso em 07.06.2017.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Rise of the Angel Investor: A Challenge to Public Policy** (2016). Disponível em: <<http://www.thirdway.org/report/rise-of-the-angel-investor-a-challenge-to-public-policy>>. Acesso em 01.06.2017.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette; SOKOLINSKI, Stanislav; WILSON, Karen. **The Globalization of Angel Investments: Evidence across Countries** (texto para discussão). Cambridge: Harvard Business School, 2016. Disponível em: <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/16-072_95a38a8a-37e5-4ee2-aa76-9eae7e5162b.pdf>. Acesso em 15.01.2017.

LEWIS, Davis. A; et al. **Incubating Success. Incubation Best Practices That Lead to Successful New Ventures**. Institute for Research on Labor, Employment, and the Economy, University of Michigan, 2011. Disponível em: <<http://www.nist.gov/ineap/upload/Incubating-Success-Report.pdf>>. Acesso em: 31.05.2017.

LIMA, Maurício. **GP Profile**. In: ABVCAP. Inside VC: inBrazil Venture Capital. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

LINDSAY, Noel J. **Do business angels have an entrepreneurial orientation?** Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance. Vol. 6. Nova York: Routledge, 2004, pp. 197-210.

LIRA, Adriano. Investidor-anjo ganhou segurança jurídica para apostar em startups, diz Anjos do Brasil: **Revista Pequenas Empresas Grandes Negócios**. São Paulo: Globo, 2016.

LOBO, Alexandre L.; POTENZA, Guilherme P. **Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas**. In: BOTREL, Sergio. BARBOSA, Henrique (Coordenadores). Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos, Rio de Janeiro: Gen Atlas, 2016, pp. 267-316.

LOBO, Carlos Augusto da S. **Título XII: Coligação e Grupamento de sociedades.**
LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coordenadores). Direito das
Companhias. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Gen e Forense, 2017.

LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Fundamentals of Angel Investing.**
Boston: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2016.

LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Guide, Advise and Inspire: How
Startup Boards Drive Growth and Exits.** Boston: CreateSpace Independent
Publishing Platform, 2017.

MACHADO, Hugo de Brito. **Comentários ao Código Tributário Nacional.** 2ª ed.
São Paulo: Atlas, 2009.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Conceito de valor mobiliário.** Revista de Direito
Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 24, nº 59, São Paulo: Revista dos
Tribunais, julho de 1985.

MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik P.M. **Venture Capital 2.0: from
Venturing to Partnering.** Tilburg: Tilburg Law School Legal Studies Research Paper
Series no. 11/2016. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2773622>>. Acesso em
11.06.2017.

MCKASKILL, Tom. **An Introduction to Angel Investing.** Melbourne: Breakthrough
Publications, 2009. Disponível em:
<[https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-
_Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33](https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33)>. Acesso em 09.05.2017.

MEIRELLES, Antonio Chagas. **A reforma bancária internacional e a estrutura do
sistema bancário brasileiro.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.
Ano 14, 51, janeiro-março. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MENEZES, Rodrigo. **Incentivos ao Investimento em Start-ups - Análise
Internacional.** Estudo apresentado à Câmara dos Deputados em 2014. Disponível em:

<<http://www2.camara.leg.br/a-camara/estruturaadm/altosestudos/seminarios/seminario-capital-empendedor-22-05-2014/apresentacoes-dos-palestrantes/apresentacao-rodrigo-menezes-anjos-do-brasil/view>>. Acesso em 18.06.2017.

MENEZES, Rodrigo. **Regulatory Update, Venture Capital in Brazil: The Path ahead beyond the Crisis**. In: ABVCAP. Inside VC: inBrazil Venture Capital. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

MINTZBERG, Henry. **Strategy-Making in Three Modes**. California Management Review, vol. 16, nº 2, 44-53, 1973. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.2307/41164491>>. Acesso em 12.05.2017.

MORRISSETE, Stephen G. **A profile of Angel Investors**. The Journal of Private Equity, vol. 10, nº 3, pp. 52-66. Nova York, Institutional Investor Journal: 2007.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais**. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coordenador). Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

Mota, Fernando de Andrade. **Registro de Distribuição Pública de Valores Mobiliários: Extensão da Revisão pelo Regulador**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 69, ano 18, p. 149-167. São Paulo: Revista dos Tribunais, julho a setembro de 2015.

NANDA, Ramana. **Entrepreneurial Finance**: artigo apresentado na conferência “*The Role of Entrepreneurship in Fostering Innovation and Growth*” organizada pela OCDE. Paris: OCDE, 2010.

NASCIMBENI, Asdrubal Franco. **A aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica às sociedades anônimas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro. São Paulo: Thomson Reuters, 2013.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2017 Yearbook: The Go-To Resource on the Venture Ecosystem** (2017). Disponível em: <<http://nvca.org/blog/nvca-2017-yearbook-go-resource-venture-ecosystem/>>. Acesso em 15.05.2017.

PAZ-FRANKEL, Einat. VCs, Angels, Crowd Funds: Who Rules the Israeli Investment Landscape? **NOCAMELS**: 2015. Disponível em: <<http://nocamels.com/2015/06/investing-israel-startups-vcs-angels-funds/>>. Acesso em 03.04.2017.

OECD. **OECD Reviews of Innovation Policy: France**. Paris: OECD, 2014.

OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o regime de aquisição do controle na Lei das S.A.:** o caso das companhias de capital disperso. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (1ª Ed.), São Paulo, Almedina, 2015. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotac%CC%A7o%CC%83es-sobre-regime-de-aquisic%CC%A7a%CC%83o-e-transfere%CC%82ncia-de-controle-v2.pdf>>. Acesso em 22.05.2017.

OSNABRUGGE, Mark V., ROBINSON, Robert J. **Angel Investing: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies**. 1ª Ed. Jossey-Bass, 2000.

RAMOS, Pedro H.; PERRONI, Diogo; LUZ, Felipe B. **A regulação do Investimento-Anjo no Brasil: comentários e perspectivas a respeito da Lei Complementar 155/2016**. Disponível em: <<http://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Texto-Completo-Regulac%CC%A7a%CC%83o-do-Investimento-Anjo.pdf>>. Acesso em 28.04.2017.

RAUPP, Fabiano Maury; Warken, Ricardo Muller. **Utilização da Due Diligence em Processos de Fusão e Aquisição** (2009). Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/4>>. Acesso em 20.06.2017.

RECEITA FEDERAL. **Consulta Pública RFB nº 15/2016**. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-15-2016.pdf>>. Acesso em 19.04.2017.

RIBEIRO, Leonardo de L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em 03.04.2017.

RIES, Eric. **The Lean Start up: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**. Nova York: Crown Publishing Group, 2011.

ROCHA, Lenine M. M. **O redirecionamento da execução fiscal para o sócio gerente cujo nome consta na Certidão de Dívida Ativa – uma análise do entendimento do STJ** (2014). Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/1050/737>>. Acesso em: 05.04.2017.

SALAMA, Bruno M. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil**. História, Direito e Economia. São Paulo: Malheiros, 2014.

SCHAFFER, D. **How important is the venture capital industry? An assessment based on a comparison of the U.S. and the german financial systems** (2011). Disponível em: <<http://www.aicgs.org/site/wp-content/uploads/2011/10/schaefer.pdf>>. Acesso em 19.04.2017.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Form F-1 Registration Statement Under The Securities Act Of 1933 Netshoes (Cayman) Limited** (2017).

Disponível em: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1562767/000119312517083940/d278032df1.htm>>. Acesso em 04.06.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act** (2012). Disponível em: <<https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>>. Acesso em 12.06.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Securities Act of 1933**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Securities Exchange Act of 1934**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Investment Company Act of 1940**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010**. Disponível em <<https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

SHANE, Scott. **The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures**, SBA Office of Advocacy (2008). Disponível em: <<http://signallake.com/innovation/AngelInvestingSept08.pdf>>. Acesso em 31.03.2017.

SHANE, Scott. **What Explains Recent Trends in Angel Activity?** (2016). Disponível em: <<https://smallbiztrends.com/2016/09/angel-investing-trends.html>>. Acesso em 09.06.2017.

SHAW, Eric D. STOCK, V. Harley. **Behavioral Risk Indicators of Malicious Insider Theft of Intellectual Property: Misreading the Writing on the Wall**. Symantec: 2011. Disponível em: <http://www.symantec.com/content/en/us/about/media/pdfs/symc_malicious_insider_w_hitepaper_Dec_2011.pdf>. Acesso em 19.06.2017.

SMITH, Adam. **Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**. São Paulo: Abril Cultural, Coluna "Os Economistas", 1983. Disponível em: <<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=648134>>. Acesso em 17.06.2017.

SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2015: A Buyers' Market**. Center for Venture Research, 2016. Disponível em: <<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Full%20Year%202015%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 17.06.2017.

SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market In Q1Q2 2016: Caution Prevails**, Center for Venture Research, 2017. Disponível em: <<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Q1Q2%202016%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

SPINA, Cássio A. **Investimento Anjo: Guia Prático para Empreendedores e Investidores**. São Paulo: Nversos, 2011.

SPINELLI, Luís Felipe; SCALZILLI, João Pedro; CORRADINI, Luiz Eduardo Malta; TELLECHEA, Rodrigo. **Contrato de investimento coletivo como modalidade de sociedade em conta de participação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2013.

STARTUP BRASIL. Disponível em: <<http://startupbrasil.org.br/abdi/>>. Acesso em 03.04.2017.

SULLIVAN, M.K., MILLER, A. **Applying Theory of Finance to Informal Risk Capital Research: Promise and Problems.** In: *Frontiers of Entrepreneurship* 1990. Babson Park, MA: Babson College, 1990.

PAULSEN, Leandro. **Direito Tributário: Constituição e Código Tributário à luz da doutrina e da jurisprudência.** 14^a ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado / ESMAFE, 2012.

PAUWELS, Charlotte, CLARYSSE, Bart, WRIGHT, Mike, & VAN HOVE, Jonas. **Understanding a new generation incubation model: The accelerator.** 2016: *Technovation*, 50, 13–24. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/283536940_Understanding_a_new_generation_incubation_model_The_accelerator>. Acesso em: 30.05.2017.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** 1^a Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

POLITIS, Diamanto. **Informal investors and value added: what do we know and where do we go?** (2008). Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/247518655_Business_Angels_and_Value_Added_What_Do_We_Know_and_Where_Do_We_Go>. Acesso em: 21.04.2017.

POPE, Emily. **The difference between a startup and a small business** (2014). Disponível em: <<https://generalassemb.ly/blog/difference-between-a-startup-and-a-small-business/>>. Acesso em 30.05.2017.

POSNER, Richard A. **Values and Consequences: an Introduction to Economic Analysis of Law** (1998). Disponível em: <http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values_0.pdf>. Acesso em 31.05.2017.

PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno Meyerhof. **A Flexibilização da Responsabilidade Societária nos Direitos Privado, Trabalhista e Tributário: Uma Panorâmica Histórica.** *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil*, v. 1,

p. 137-180, jan./fev. Brasília: BCB, 2013. Disponível em: <https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/77/>. Acesso em 30.05.2017.

PRICE, Russ. **The Role of Service Providers in Establishing Networked Regional Business Accelerators in Utah**. Cambridge: International Journal of Technology Management, Vol. 27, No. 5, 2004.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **National Venture Capital Association Money Tree™ Report Q1 2017, IVF**. Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/moneytree-report/assets/MoneyTree_Report_Q1_2017_FINAL_F.pdf>. Acesso em 19.05.2017.

TEODORO JUNIOR, Humberto. **Lei de Execução Fiscal: Comentários e Jurisprudência**. 8ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

THE ECONOMIST. **Down to 1.4 and 17** (2014). Disponível em: <<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21595942-cost-investing-alternative-assets-fallingslowly-down-14-and-17>>. Acesso em 09.06.2017.

THE ECONOMIST. **Entrepreneurs anonymous** (2014). Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business/21618816-instead-romanticising-entrepreneurs-people-should-understand-how-hard-their-lives-can>>. Acesso em 29.05.2017.

TIMMONS, Jeffry A., SPINELLI, Stephen. **New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century**. 6ª Ed. Nova York: Irwin McGraw-Hill, 2004.

TORUN, Mustafa. **Business Incubators vs Accelerators: A review of literature** (2016). Disponível em: <https://medium.com/@mustafatorun_32874/business-incubators-vs-accelerators-a-review-of-literature-fa2198baafb>. Acesso em 30.05.2017.

TOSTES, Vitor Sampaio. **Taxa de Performance em Fundos de Investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04**. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/19420/19420.PDF>>. Acesso em 30.01.2017.

URBE.ME. Disponível em <<http://urbe.me/>>. Acesso em 28.05.2017.

U.S. CODE. Disponível em: <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text>>. Acesso em 28.01.2017.

U.S. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION. Disponível em: <<https://www.sba.gov/sbic/general-information/program-overview>>. Acesso em 19.05.2017.

VALENTE, Luciano. **Hélice tríplice: metáfora dos anos 90 descreve bem o mais sustentável modelo de sistema de inovação** (entrevista com Henry Etzkovitz em 2010). Disponível em: <http://inovacao.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1984-43952010000100002&lng=pt&nrm=is>. Acesso em 30.05.2017.

VILLELA, João Baptista. **Livre-docência: apontamentos de uma arguição**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 143, jul./set, 2006.

WALD, Arnoldo. **O futuro do direito bancário e a regulação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 17, 64, abril-junho, p. 13-73. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2014.

WETZEL, William E. Jr. **Angels and Informal Risk Capital**. Cambridge: MIT Sloan Management Review, 24:4, pp. 23-34, 1987.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. Londres: Free Press, 1985. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a4d6/1a75c4b99d414084cc84f404e5dd259b903b.pdf>>. Acesso em 24.05.2017.

WILTBANK, R., & BOEKER, W. **Returns to angel investors in Groups** (2007). Disponível em: <<http://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/229628.pdf>>. Acesso em 04.01.2017.

WILSON, Karen. **Policy Lessons from Financing Innovative Firms**. Paris: OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, nº 24, OECD Publishing, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>>. Acesso em 19.04.2017.

WONG, Andrew; et al. **Angel finance: the other venture capital** (2009). Disponível em: <https://quebeccityconference.com/wp-content/themes/qcciiir-v2.5/uploads/2012/ppf/papers/12-Wong_Bhatia_Freeman_Angel_Finance_The_Other_VC.pdf>. Acesso em 25.03.2017.

WORLD BANK GROUP. **Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency**. Washington: 2017. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

XAVIER, Mateus Eckert. **Segurança jurídica nas operações de Private Equity e Venture Capital**. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Direito da Universidade Federal de Santa Catarina. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/133935>>. Acesso em 03.04.2017.

YANAKA, Guilherme M.; HOLLAND, Marcio. **Basiléia II e exigência de capital para risco de crédito dos bancos no Brasil**. Disponível em: <http://basileiabrasil.com/wp-content/uploads/2014/08/Basileia_II_artigo_Holland_Yanaka.pdf>. Acesso em 26.05.2017.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YE, Huojie; ZHONG, Shuhua. **Business Accelerator Network: A Powerful Generator of Strategic Emerging Industries**. Ontario: Ontario International

Development Agency, 2009. Disponível em: <<http://www.oidaijsd.com/Files/4-6-1.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

ZIMMERMAN, Stephanie. **Secret's Out: The Ineffectiveness of Current Trade Secret Law Structure and Protection for Global Health**. Penn State International Law Review, vol. 29, article 4, 2011. Disponível em: ZIDER, Bob. **How Venture Capital Works**. Cambridge: Harvard Business Review, 1998. Disponível em: <<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>>. Acesso em 08.06.2017.
<<http://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1201&context=psilr>>. Acesso em: 31.05.2017.