

EDUARDO HENRIQUE DE OLIVEIRA BARBOSA
EDUARDO GOULART PIMENTA

Mitigação dos riscos de investimentos em startups



EDUARDO HENRIQUE DE OLIVEIRA BARBOSA
EDUARDO GOULART PIMENTA

A necessidade de crédito é inerente ao empreendedorismo, desse modo, quando o empreendedor não possui quantidades suficientes do recurso, precisa recorrer a terceiros para sanar o problema. Quando são startups que precisam de crédito, é ainda mais difícil ter acesso aos valores necessários utilizando-se de fontes tradicionais. Diante deste impasse, o presente livro se preocupa em compreender a vulnerabilidade em que as startups estão inseridas, assim como demonstra os principais mecanismos que podem ser utilizados pelas próprias startups para diminuir ou minimizar os riscos ante os investidores. A leitura da obra permite deduzir não ser possível anular o risco existente ao investir em startups, no entanto, existem diversos mecanismos que, se bem aplicados, podem contribuir para redução significativa de tais riscos. Para tanto, é imprescindível verificar o momento em que a startup se encontra e as características demonstradas pelo investidor, assim, é possível aplicar adequadamente o instrumento que melhor se adequa a realidade vivida por eles. Utilizar o método de investimento correto no momento errado pode ser prejudicial para o investidor e para a startup investida.

ISBN 978-65-89904-57-1



Z


EXPERT
EDITORA DIGITAL

Mitigação dos riscos de investimentos em startups





Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini

Professora Associada IV e membro do corpo permanente do Programa de Pós-graduação da Faculdade de Direito da UFMG.

Dra. Amanda Flavio de Oliveira

Professora associada e membro do corpo permanente do PPGD da faculdade de Direito da Universidade de Brasília.

Dr. Eduardo Goulart Pimenta

Professor Associado da Faculdade de Direito da UFMG e do Programa de Pós-graduação em Direito da PUC/MG

Dr. Francisco Satiro

Professor do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP – Largo São Francisco

Dr. Henrique Viana Pereira

Professor do Programa de Pós-graduação em Direito da PUC Minas.

Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca

Professor Titular da Faculdade de Direito da UFMG

Dr. Leonardo Gomes de Aquino

Professor do UniCEUB e do UniEuro, Brasília, DF.

Dr. Luciano Timm

Professor da Fundação Getúlio Vargas - FGVSP e ex Presidente da ABDE (Associação Brasileira de Direito e Economia)

Dr. Marcelo Andrade Féres

Professor Associado da Faculdade de Direito da UFMG

Dra. Renata C. Vieira Maia

Professora Adjunta da Faculdade de Direito da UFMG

Dr. Rodolpho Barreto Sampaio Júnior

Professor Adjunto na PUC Minas e na Faculdade de Direito Milton Campos, vinculado ao Programa de Mestrado.

Dr. Rodrigo Almeida Magalhães

Professor Associado da Faculdade de Direito da UFMG e do Programa de Pós-graduação em Direito da PUC/MG

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos
Diagramação e Capa: Daniel Carvalho e Igor Carvalho
Revisão:Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

BARBOSA, Eduardo Henrique de Oliveira, PIMENTA, Eduardo Goulart
Título: Mitigação dos riscos de investimentos em startups - Belo Horizonte - Editora Expert - 2022.
Autor: Eduardo Henrique de Oliveira Barbosa, Eduardo Goulart Pimenta
ISBN: 978-65-89904-57-1
Modo de acesso: <https://experteditora.com.br>
1.Direito empresarial 2.startups 3.Empreendedorismo ; I. I. Título.
CDD:342.2

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



Mitigação dos riscos de investimentos em startups

EDUARDO GOULART PIMENTA

Doutor e Mestre em Direito Empresarial - UFMG
Professor Associado de Direito Empresarial na UFMG
Professor Adjunto da Faculdade de Direito da PUC/MG
Procurador do Estado de Minas Gerais Consultor e árbitro

12,919.61

EDUARDO HENRIQUE DE OLIVEIRA BARBOSA

Doutorando e Mestre em Direito pela PUC Minas.
Bolsista CAPES/PROEX no programa de pós-graduação
em Direito Privado da PUC Minas. Advogado.

22,696.42

74.16



AGRADECIMENTOS

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

RESUMO

A necessidade de crédito é inerente ao empreendedorismo, desse modo, quando o empreendedor não possui quantidades suficientes do recurso, precisa recorrer a terceiros para sanar o problema. Quando são *startups* que precisam de crédito, é ainda mais difícil ter acesso aos valores necessários utilizando-se de fontes tradicionais. Diante deste impasse, o presente livro se preocupa em compreender a vulnerabilidade em que as *startups* estão inseridas, assim como demonstra os principais mecanismos que podem ser utilizados pelas próprias *startups* para diminuir ou minimizar os riscos ante os investidores. A leitura da obra permite deduzir não ser possível anular o risco existente ao investir em *startups*, no entanto, existem diversos mecanismos que, se bem aplicados, podem contribuir para redução significativa de tais riscos. Para tanto, é imprescindível verificar o momento em que a *startup* se encontra e as características demonstradas pelo investidor, assim, é possível aplicar adequadamente o instrumento que melhor se adegue a realidade vivida por eles. Utilizar o método de investimento correto no momento errado pode ser prejudicial para o investidor e para a *startup* investida.

Palavras-chave: Empreendedorismo. Inovação. Investimento. *Startup*.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABSTARTUPS	Associação Brasileira de Startups
ANPROTEC	Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CC	Código Civil
CML	Capital Market Line
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas
CNPQ	Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBO	Established Business Ownership
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada
FFF	Family, Friends and Fool
FIP	Fundos de Investimento em Participação
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano
IOF	Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou Relativas a Títulos ou Valores Mobiliários
IPO	Inicial Public Offering
LIFT	Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas
MEI	Microempreendedor Individual
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

ONU	Organização das Nações Unidas
P2P	Peer-to-Peer
PIB	Produto Interno Bruto
S/A	Sociedade anônima
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SEED	Startups and Entrepreneurship Ecosystem Development
SOFTEX	Sociedade Brasileira para Promoção da Exportação de Software
TEA	Total Early-Stage Entrepreneurial Activity

PREFÁCIO

A obra “*Mitigação dos Riscos de Investimentos em Startups*”, de autoria do Doutor, professor e advogado Eduardo Goulart Pimenta e do Mestre e Doutorando Eduardo Henrique de Oliveira Barbosa, é um dos trabalhos realizados dentro de suas experiências profissionais e acadêmicas na área direito empresarial.

Esta obra, a meu juízo, é importante por três razões, dentre outras, que destaco.

Em primeiro lugar, pela escolha do tema, pois, no domínio do direito empresarial, o estudo da Startups é tema cada vez mais estudado e debatido na atualidade.

A necessidade de crédito aos novos empreendimentos é normal e a necessidade de recorrer a terceiros é a regra. Nas startups, as formas tradicionais de financiamento não se encaixam às suas características, pois elas estão, em regra, muito no início e não possuem bens materiais suficientes para garantirem o empréstimo.

A obra apresenta as características das startups e os meios de atrair e reduzir os riscos aos investidores desses novos empreendimentos. Para isso, analisa os momentos em que as startups se encontram e os tipos de investimentos mais usados.

Mas tem uma *segunda realidade* nesta obra que traz contribuições inovadoras a respeito de questões envolvendo o direito empresarial e a análise econômica do Direito (AED).

A obra, além de apresentar as startups e as modalidade de investimentos, estuda o direito utilizando a todo o momento os princípios da economia. A AED está sendo muito utilizado pelo Direito para resolver questões jurídicas e mostrar para os profissionais do Direito uma nova visão dos resultados de nossas decisões jurídicas na esfera econômica.

Para chegar a este resultado, os autores fazem um estudo utilizando as consequências da adoção de cada uma das formas de financiamento das startups, apontando os aspectos positivos e negativos de cada modalidade adotada. O que é muito difícil por

prever teoricamente o que acontecerá na prática. Só foi possível pela capacidade dos autores.

O terceiro aspecto desta obra repousa no fato de que a capacidade metodológica dos autores e a clareza conceitual dos temas abordados permitem e facilitam a sua entrada sem dificuldade no pensamento jurídico-empresarial.

Os autores possuem uma formação em educação superior que foram demonstrados no curso da obra pela facilidade com que abordam temas tão difíceis.

Confio que o esforço que se foi realizado no estudo das Startups, visando a sua adequação aos tempos atuais e futuros, seja reconhecido nesta obra, a qual oportuniza à comunidade jurídica reflexões levadas a efeito com seriedade, competência acadêmica e lucidez, refletindo aprofundamento e problematização do discurso jurídico.

A obra de Eduardo Goulart Pimenta e Eduardo Henrique de Oliveira Barbosa reveste-se de inegáveis méritos e qualidades, com alta relevância expositiva e didática, fazendo com que sua leitura e estudo sejam de todo recomendáveis.

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Doutor e Mestre em Direito pela PUC/MG
Professor do Mestrado e Doutorado em Direito Privado da PUC/MG
Professor de Direito Empresarial da PUC-MG e da UFMG
Advogado empresarialista

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1. Introdução.....	19
--------------------	----

CAPÍTULO 2

CONSIDERAÇÕES INICIAIS ACERCA DO EMPREENDEDORISMO

2. Considerações iniciais acerca do empreendedorismo.....	25
2.1 Empreendedorismo no mundo	25
2.2 A contribuição do empreendedorismo para a Agenda 2030	33
2.3 O desempenho do empreendedorismo brasileiro no GEM	35
2.4 A definição do termo empreendedor	40
2.5 O empreendedorismo e a necessidade de crédito	57

CAPÍTULO 3

STARTUP: CONCEITO, CARACTERÍSTICAS GERAIS E POSSÍVEIS ESTRUTURAS

3. <i>Startup</i> : conceito, características gerais e possíveis estruturas.....	67
3.1 Surgimento das <i>startups</i>	67
3.2 Conceito de <i>startup</i>	73
3.3 A relação entre <i>startup</i> , risco e acesso a investimento	86

3.4 Panorama das <i>startups</i> no Brasil segundo a Associação Brasileira de <i>Startups</i>	91
3.4.1 Impactos da pandemia.....	94
3.5 Principais motivos para o insucesso das <i>startups</i>	97
3.6 Possíveis estruturas jurídicas a serem adotadas pelas <i>startups</i>	103

CAPÍTULO 4

A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE INCUBAÇÃO E ACELERAÇÃO PARA *STARTUPS*

4. A importância do processo de incubação e aceleração para <i>startups</i>	119
4.1 Surgimento, conceito e características gerais das incubadoras	119
4.2 Alguns dados sobre as incubadoras	126
4.3 Características do contrato de incubação	133
4.4 Surgimento, conceito e características gerais das aceleradoras.....	136
4.5 Alguns dados sobre as aceleradoras.....	142
4.6 Características do contrato de aceleração	148

CAPÍTULO 5

MODALIDADES DE INVESTIMENTO EM *STARTUPS*

5. modalidades de investimento em <i>startups</i>	155
5.1 Aspectos introdutórios.....	156
5.2 <i>Bootstrapping</i>	165
5.3 <i>Money Love: Family, Friends and Fools</i>	171

5.4 Investidor-anjo.....	177
5.5 Mercado Financeiro	203
5.6 <i>Crowdfunding</i>	208
5.7 <i>Corporate Venture</i>	222
5.8 Fundos de Investimento em Participação (FIP).....	225
5.8.1 Fundos seed capital;	231
5.8.2 Venture capital	234
5.8.3 Private equity	238
5.9 <i>Inicial Public Offering</i>	240
5.10 Desinvestimento.....	244

CAPÍTULO 6

O CONTRATO COMO INSTRUMENTO DE ARRECADAÇÃO

6. O contrato como instrumento de arrecadação.....	251
6.1 Contrato de <i>vesting</i>	251
6.2 Contrato de mútuo conversível e opção de ações ou quotas	266
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	279
REFERÊNCIAS.....	284

1

INTRODUÇÃO

1. INTRODUÇÃO

O empreendedorismo tem sido utilizado por muitos como uma forma de complementar a renda ou solucionar a escassez de empregos. Nestes casos, há certa tendência de que a pessoa dê início a atividades já existentes no mercado, que exijam pouco conhecimento técnico e que sejam de fácil desenvolvimento. Existe, no entanto, um outro viés do empreendedorismo, no qual o termo é utilizado para se referir a atividades em que a inovação se faz presente, área em que as *startups* se desenvolvem.

Independentemente do tipo de empreendimento que se está desenvolvendo, seja ele um empreendimento comum ou uma *startup*, a necessidade de capital para dar início ou prosseguimento à atividade sempre se fará presente, em maior ou menor grau. Da mesma forma, o risco é outro elemento que se faz presente nos dois tipos de empreendimentos, no entanto, em relação às *startups*, demonstra-se em níveis mais elevados.

Diante da necessidade de capital, é usual que empreendedores busquem em terceiros o investimento necessário para desenvolver ou ampliar suas ideias, porém, em virtude da instabilidade comum às *startups*, torna-se demasiadamente arriscado realizá-lo. Como consequência, o risco típico das *startups* acaba dificultando a aquisição de recursos financeiros por esses empreendimentos.

O medo dos investidores de perder os valores que possuem acaba prejudicando o desenvolvimento de *startups* promissoras e afasta o investidor do lucro que lhe seria devido. Nesta relação, extinta antes do momento adequado, a população só tem a perder, uma vez que o desenvolvimento econômico da sociedade é influenciado principalmente pela geração de riquezas, empregos, mercadorias e serviços, viabilizados em grande parte pelas empresas.

Diante da dificuldade enfrentada por *startups* para receber aportes financeiros de terceiros, o presente livro se preocupa em compreender a vulnerabilidade em que as *startups* estão inseridas, assim como demonstra os principais mecanismos que podem ser

utilizados pelas próprias *startups* para diminuir ou minimizar os riscos ante os investidores.

Para melhor compreensão do assunto aqui tratado, o presente livro foi dividido em 5 grandes capítulos, cada qual com suas respectivas subdivisões.

O primeiro capítulo trata do empreendedorismo. Para tanto, aborda várias características do tema e se preocupa em apresentar diversos dados que demonstram não só a importância do empreendedorismo para o Brasil, mas para o mundo como um todo. É também neste capítulo que a importância do crédito para o empreendedorismo é demonstrada.

Em seguida, trata-se das *startups*. Neste capítulo foram abordados o provável surgimento do termo *startup*, os principais elementos utilizados para sua configuração, o risco a que estão sujeitas, possíveis causas para o fracasso das *startups* e as estruturas jurídicas que poderão ser utilizadas por elas, momento em que foram destacados os benefícios e problemas apresentados por cada estrutura.

O terceiro capítulo aborda a incubação e a aceleração das *startups*, procedimentos importantíssimos para o bom desenvolvimento e evolução do empreendimento, que passa a ser auxiliado por profissionais com grande expertise no mercado.

Apesar de todos os capítulos abordarem assuntos imprescindíveis para a adequada compreensão do tema central desta obra, as ferramentas disponíveis para a redução do risco a que os investidores em *startups* estão expostos foram abordadas no quarto capítulo, local em que ganha espaço para ser profundamente analisado.

Em seguida, o próximo capítulo trata de três contratos muito utilizados entre *startups* e terceiros para viabilizar o investimento e assegurar a relação.

Após o desenvolvimento da pesquisa, percebeu-se não ser possível anular o risco existente ao investir em *startups*, no entanto, existem diversos mecanismos que, se bem aplicados, podem contribuir para redução significativa de tais riscos. Para tanto, é imprescindível verificar o momento em que a *startup* se encontra e as

características demonstradas pelo investidor, assim, é possível aplicar adequadamente o instrumento que melhor se adeque a realidade vivida por eles. Utilizar o método de investimento correto no momento errado pode ser prejudicial para o investidor e para a *startup* investida.

2

CONSIDERAÇÕES INICIAIS ACERCA DO EMPREENDEDORISMO

2. CONSIDERAÇÕES INICIAIS ACERCA DO EMPREENDEDORISMO

2.1 EMPREENDEDORISMO NO MUNDO

Apesar das principais definições de empreendedorismo estarem atreladas às expressões risco e inovação, como será visto em momento oportuno, o termo é muito utilizado como uma forma de se referir a negócios em que se encontra o elemento risco, mas nem sempre o elemento inovação faz-se presente. A utilização do termo empreendedorismo nestes casos faz-se de forma genérica, podendo se referir a empreendimentos criados com o fim de desenvolver uma ideia inovadora ou se referir à fabricação, comércio ou prestação de serviços encontradas comumente na sociedade. É este empreendedorismo genérico a que o Global Entrepreneurship Monitor (GEM) faz referência.

O GEM é um projeto sem fins lucrativos, fundado no verão de 1997 pelas instituições London Business School e Babson College e liderado, inicialmente, por dois professores de empreendedorismo, Bill Bygrave e Michael Hay (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 11). O grupo tem como objetivo coletar e tratar dados acerca do empreendedorismo em diversos países. Ao final de cada ano, disponibilizam os resultados encontrados em um relatório, que será utilizado como segura fonte de dados por esta pesquisa.

O último relatório emitido pelo GEM foi divulgado no início de 2020 e apresenta dados que foram coletados no ano de 2019. Participaram da pesquisa um total de 50 países, dentre os quais está o Brasil. O relatório apresenta respostas a perguntas diversificadas e relaciona as informações obtidas, assim, apresenta possíveis fundamentos para os resultados finais.

Para o GEM, o empreendedorismo pode ser dividido em quatro fases. A primeira delas recebe o nome de *potential entrepreneur*,

marcada pela existência de um indivíduo habilidoso, detentor de conhecimento, e pela existência de oportunidades. Após, haveria a criação do empreendimento, responsável por dar início à segunda etapa, conhecida como *nascent entrepreneur* e marcada pela participação do empreendedor no desenvolvimento de um empreendimento (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 26).

A terceira fase se dá nos primeiros 3,5 anos de existência do empreendimento, ou seja, possui duração de 42 meses e é conhecida como *owner-manager of a new business*. A quarta e última fase, *owner-manager of an established business*, se inicia com o fim da terceira fase e não possui data para se encerrar. Nesta última etapa, é provável que o negócio tenha enfrentado e superado muitos problemas. Se o empreendimento chegou até a quarta fase, possui grandes chances de se tornar um empreendimento de sucesso (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 26).

Para o GEM, há uma outra importante classificação a ser feita, agora, com base nas fases do empreendedorismo apresentadas acima. Nesta nova classificação serão analisadas apenas empresas existentes, motivo pelo qual a fase *potential entrepreneur* é deixada de lado, haja vista anteceder a criação do empreendimento. A nova classificação divide os empreendimentos em *total early-stage entrepreneurial activity* (TEA) ou empreendimentos nascentes e *established business ownership* (EBO) ou empreendimentos consolidados.

Segundo os autores do relatório, pertencem à TEA as fases *nascent entrepreneur* e *owner-manager of a new business*, cuja duração é de 42 meses. Superado este período inicial do empreendimento, aqueles que mantiverem seus negócios passariam a integrar o segundo grupo tratado aqui, o grupo das empresas consolidadas ou EBO (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 26). Importante observar que não é possível se tornar uma EBO, sem que antes a fase TEA seja superada.

Demonstrar e esclarecer a classificação apresentada pelo GEM é importante para que seja possível compreender a análise dos dados a seguir.

Em um outro momento na mesma pesquisa, atentou-se para o percentual de empreendimentos nascentes e consolidados, desenvolvidos por adultos em idade ativa. Foram considerados como adultos os indivíduos entre 18 e 65 anos de idade.

Os resultados alcançados demonstram 3 cenários distintos. No primeiro, enquadram-se países que possuem um percentual menor de TEA do que de EBO, formado por nações como Itália, Polônia, Espanha, Macedônia do Norte, Eslovênia, Grécia, Suíça, Holanda, Madagascar, Paquistão, Japão e Taiwan. É possível que esta informação indique um problema, uma vez que a diferença entre os percentuais pode tornar inviável o reabastecimento de EBO em um mercado futuro, haja vista ser uma tendência natural de algumas empresas, ainda que solidificadas no mercado, chegarem ao fim (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 37 e 38).

A segunda situação é formada por países que possuem um percentual igual ou superior de TEA do que EBO, mas que não apresentam diferenças exageradas nesses indicadores. Nestes países há certo equilíbrio, uma vez que, ainda que o percentual de TEA esteja em um nível mais alto que o de EBO, as inseguranças que rondam o primeiro acabam por acarretar o encerramento de parte desses empreendimentos, equilibrando o sistema (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 37 e 38).

O terceiro cenário é composto por empreendimentos que possuem grande diferença entre o indicador de TEA e o de EBO, sendo o primeiro maior que o segundo. Aqui, há um possível indicativo de que a população tem interesse em empreender, mas, provavelmente, encontra dificuldades para consolidar seu empreendimento no mercado. Provavelmente existem barreiras que dificultam a manutenção do empreendimento a longo prazo (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 37 e 38).

De outro lado, o desequilíbrio pode ter sido causado por um incentivo ao empreendedorismo, cuja consequência tenha sido o aumento repentino do índice de TEA que ainda demonstrará reflexos no EBO, em razão do lapso temporal existente entre as 2 fases. São países que pertencem a este grupo: Egito, África do Sul, Omã, Catar, México, Porto Rico, Colômbia, Panamá e Chile. Destaca-se que tais países são possuidores de um índice de TEA superior a três vezes seu EBO (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 37 e 38).

Verifica-se que há uma predisposição da população de países mais pobres apresentarem um nível maior de empreendedorismo, como concluem os autores: “in lower-income economies, individuals may have greater motivation to start a business in the absence of alternative income sources”¹ (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 38). Esta constatação faz-se pertinente, uma vez que, não existindo boas oportunidades de emprego, há uma tendência da população para a criação de negócios próprios, por meio dos quais os indivíduos tentarão suprir suas necessidades e alcançar seus objetivos de vida.

Um dado interessante foi divulgado acerca dos motivos que levaram as pessoas a iniciar um negócio. Havia 4 motivos, o primeiro deles questionava a quantidade de pessoas que haviam iniciado um empreendimento para fazer a diferença no mundo; o segundo motivo seria construir grandes riquezas ou ter uma renda alta; o terceiro seria para continuar uma tradição familiar; e o quarto, em razão da escassez de empregos. Importante ressaltar que mais de um motivo podia ser escolhido por uma mesma pessoa.

Quanto ao primeiro motivo, Índia e África do Sul foram os únicos países em que mais de 8 em cada 10 pessoas iniciaram um negócio para fazer a diferença em seu país, esses empreendimentos possuem um propósito específico. O motivo financeiro é bem popular entre Índia, Paquistão, Iran, Catar e Itália, mais de 80% da população destes países

1 Tradução livre: “nas economias de baixa renda, os indivíduos podem ter maior motivação para iniciar um negócio na ausência de fontes alternativas de renda”.

apontaram esta justificativa, neste último, as respostas foram quase unânimes. De forma diversa, menos de 20% da população da Noruega, país com excelente desempenho quanto ao Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), optou por esta justificativa (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 44 e 45).

Continuar uma tradição familiar atingiu a casa dos 80% na Índia e superou este patamar entre a população da Noruega. De um modo geral, poucas pessoas optaram por este motivo, 80% dos países participantes não atingiram nem mesmo 50%. Sem sombra de dúvidas o motivo mais escolhido para se iniciar um negócio foi a escassez de empregos. Dezesesseis países ultrapassaram a marca dos 80% de concordância. Na América Latina e Caribenha, apenas o Chile não alcançou o percentual (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 44 e 46).

Neste ponto, faz-se importante apresentar os ensinamentos de BRÁS com base em estudos desenvolvidos por VALDEZ, DOKTOR, SINGER e DANA, que consiste em diferenciar dois grandes grupos de empreendedores, os que empreendem por necessidade e os que empreendem por oportunidade:

[...] o primeiro decorre da crença de que a criação de um negócio próprio conferirá ao seu promotor maior utilidade, já na segunda tipologia o empreendedorismo gravita em torno da identificação de uma oportunidade decorrente de uma ideia inovadora (BRÁS, 2013, p. 102).

DORNELAS também se preocupa em diferenciar estes termos, para ele o empreendedorismo por oportunidade ocorre quando:

[...] o empreendedor visionário sabe aonde quer chegar, cria uma empresa com planejamento prévio, tem em mente o crescimento que deseja buscar para a empresa e visa à geração de lucros, empregos e

riqueza. Está totalmente ligado ao desenvolvimento econômico, com forte correlação entre os dois fatores (DORNELAS, 2018, p. 18 e 19).

Ao conceituar o empreendedorismo por necessidade, DORNELAS diz que ocorre quando:

[...] o candidato a empreendedor se aventura na jornada empreendedora mais por falta de opção, por estar desempregado e não ter alternativas de trabalho. Nesse caso, esses negócios costumam ser criados informalmente, não são planejados de forma adequada, e muitos fracassam bastante rápido, sem gerar desenvolvimento econômico e agravando as estatísticas de criação e mortalidade dos negócios (DORNELAS, 2018, p. 19).

Em relação ao empreendedor por oportunidade, um dado importante merece destaque. PIRES afirma que no ano de 2012 a taxa da população brasileira que se declarava empreendedor por oportunidade era de 42%. Em comparação com período mais recente, em 2020 o autor afirmou que a taxa de empreendedores por oportunidade passou a ser de 70%, um avanço significativo e importante para o desenvolvimento brasileiro PIRES (2020, p. 39).

É importante destacar que ambos, empreendedores por oportunidade ou por necessidade, enquadram-se nas pesquisas com TEA ou EBO, uma vez que tais indicadores consideram apenas o lapso temporal existente desde o surgimento do empreendimento. Ainda, assunto já tratado, mas que será abordado novamente em momento posterior, a maior parte dos empreendimentos, se o termo for considerado em sua definição geral, surgem em razão da necessidade e não pela identificação de oportunidades (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 52 e 53).

Apesar dos motivos que desencadeiam o empreendedorismo apresentarem diferentes variáveis, o que dificulta o estabelecimento de parâmetros de análise aplicáveis a todas as nações, o GEM comparou o Produto Interno Bruto (PIB) dos países que participaram de sua pesquisa com o percentual de TEA dos mesmos. O resultado encontrado demonstra uma clara relação inversamente proporcional entre estes dois indicadores, sendo que, quanto maior o PIB de um país, menor é a TEA apresentada por ele. O inverso também se faz verdadeiro, quanto menor o PIB, maiores são as chances de se ter um alto índice de TEA (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 39 e 40).

Neste mesmo sentido, afirma BRÁS:

[...] parece clara a relação inversa entre a TEA e o PIB per capita. Tal permite-nos afirmar que países com um PIB per capita superior apresentam, com 95% de confiança, uma menor taxa de atividade empreendedora (TEA). [...] Com efeito, os dados vão ao encontro de diversos estudos que observam o facto, também agora corroborado por este estudo, de que os países com menor rendimento são países mais empreendedores. Diversos autores explicam este facto pela necessidade de criação do próprio posto de trabalho devido à parca oferta de trabalho vigente. Por oposição ao empreendedorismo por oportunidade/capacidade, é aquele que é usualmente designado por empreendedorismo por necessidade (BRÁS, 2013, p. 117).

A inexistência de empregos exerce grande influência na quantidade de empreendedores apresentados por um país, problema social que ainda hoje assola nações menos desenvolvidas, variável mais escolhida nos resultados disponibilizados pelo GEM para o ano de 2019. Como exposto claramente por BRÁS, a pessoa, na ausência de renda, se vê obrigada a criar sua própria vaga de emprego, assim,

tenta a sorte iniciando um novo empreendimento, com o que está à sua disposição.

Conforme o que foi dito inicialmente, a pesquisa desenvolvida pelo GEM utiliza a palavra empreendedor de forma genérica, se referindo a alguém que assume riscos ao montar seu negócio, não necessariamente voltado à inovação. Apesar da inovação ser apenas possível para os empreendedores que participaram da pesquisa do GEM, e não obrigatória, essa temática não é deixada de lado. Os empreendedores das 50 economias envolvidas, foram questionados sobre a implantação de inovações no mercado por meio de seus empreendimentos.

Há três possibilidades de inovação à disposição dos empreendedores no quesito novos produtos ou serviços, todas relacionadas à região de impacto, a primeira refere-se ao local em que se vive, a segunda se dá em âmbito nacional e a terceira em âmbito mundial. De um modo geral, conforme aumenta-se a área de impacto, menor o percentual de empreendedores aptos a desenvolver produtos e serviços capazes de impactar a respectiva área.

Quanto à primeira, percebeu-se que atingiu níveis elevados em países como Chile e Equador, em que o percentual superou 8% e 7%, respectivamente. Guatemala, Canadá, Índia e Panamá posicionaram-se entre 4% e 6%. Quanto ao impacto mundial, Canadá, Estados Unidos, Panamá, Alemanha, Irlanda, Chipre e Porto Rico apresentaram pouco mais de 1% cada. Neste mesmo aspecto, Brasil, Índia, Paquistão, Omã, Bielo-Rússia e Marrocos informaram que não possuem empreendedores desenvolvendo negócios com o fim de impactar o mundo (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 52 e 53).

Percebe-se certa escassez quando o assunto inovação é tratado. O desenvolvimento de novos produtos ou o fornecimento de novos serviços à população não ocorre de forma corriqueira na sociedade, pelo contrário, dá-se de forma isolada, razão pelo qual, em regra, concedem excelentes lucros aos responsáveis pelo seu desenvolvimento.

Ainda quanto ao tema, um esclarecimento deve ser feito. Apesar dos resultados apontarem para a inexistência de empreendimentos voltados para o impacto mundial em países como Brasil, Índia, Paquistão, Omã, Bielo-Rússia e Marrocos, é importante ressaltar que a pesquisa não indagou a todos os empreendimentos existentes em tais países, o que seria inviável, mas sim um grupo diverso, utilizado para representar os empreendimentos presentes em tais países. Assim, importante reiterar ser possível existir um ou alguns empreendimentos que se enquadrem no requisito e que eventualmente não tenham sido questionados pela pesquisa, não estando, portanto, representados nos resultados.

2.2 A CONTRIBUIÇÃO DO EMPREENDEDORISMO PARA A AGENDA 2030

O empreendedorismo beneficia diretamente o indivíduo que dele se utiliza como uma forma de geração de renda, mas também impacta profundamente o desenvolvimento social. Motivo pelo qual acredita-se que sua promoção e incentivo contribui, inclusive, para alcançar alguns dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) apresentados pela Agenda 2030.

A agenda 2030 foi estabelecida em setembro de 2015, quando líderes mundiais se reuniram em Nova York na sede da Organização das Nações Unidas (ONU), para traçar metas a serem alcançadas até o ano de 2030. Em seus planos, estão a erradicação da pobreza, a promoção da paz e prosperidade, e a proteção do planeta, que deverá ser pautada na sustentabilidade. Ainda, o cumprimento dos objetivos não está concentrado nas mãos de uma única autoridade, é de interesse da agenda que cada cidadão se torne parte na sua execução (ORGANIZAÇÃO DA NAÇÕES UNIDAS, 2015, s.p.).

Dentre os 17 objetivos, há 3 que se aproximam da atividade desempenhada pelo empreendedor, trata-se do primeiro objetivo, que defende a erradicação da pobreza; do oitavo, que visa promover

trabalho consciente e desenvolvimento econômico; e do nono objetivo, que trata da indústria, inovação e infraestrutura (ORGANIZAÇÃO DA NAÇÕES UNIDAS, 2015, s.p.).

É importante observar que ao dar início em um negócio, o empreendedor movimenta riquezas, gera emprego e conseqüentemente contribui para a erradicação da pobreza. Como visto em momento oportuno, de um modo geral, a maior parte dos empreendedores optam por iniciar o empreendimento para ter uma renda alta. É importante observar que ao enriquecer, o empreendedor contribui para o enriquecimento de outros, seja seu fornecedor de insumos ou a pessoa de quem compra um imóvel para investir os lucros obtidos por meio do empreendimento.

Nesta mesma perspectiva, o empreendedor contribui com o desenvolvimento econômico da sociedade ao gerar empregos, levando renda a famílias que antes encontravam-se desamparadas. No relatório apresentado pelo GEM, foi informado o percentual de empreendedores que acreditavam que iriam incluir novos empregos na sociedade no futuro, no gráfico, restou demonstrada a expectativa da maioria dos empreendedores em gerar novos empregos (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 49).

Apesar das baixas taxas de inovação apresentadas pela pesquisa GEM em 2019, seja no âmbito local, nacional ou mundial, o empreendedor é um importante desenvolvedor de inovações para a sociedade. É por meio do empreendedorismo que novos serviços e produtos são apresentados à população. A inexistência de pessoas dedicadas à execução desta árdua tarefa condenaria a sociedade à estagnação, mais um importante motivo para o seu incentivo e manutenção.

Neste mesmo sentido, é relevante destacar a importância que a industrialização de um país representa para seus cidadãos, haja vista agregar valor à matéria prima produzida pelo país. Apesar da infraestrutura robusta comumente apresentada por grandes indústrias, é preciso lembrar que dificilmente essas foram criadas com as mesmas proporções que apresentam na atualidade. Parte

destas indústrias um dia foram pequenas empresas, compostas por poucos recursos e funcionários, por este motivo, é imprescindível que empreendimentos em fase inicial sejam tratados com muito cuidado, para que possam superar as dificuldades e se tornarem empreendimentos de impacto na sociedade.

Por este motivo, indicadores como os apresentados pelo GEM, acerca da quantidade de empreendedores em fase inicial e de empreendedores solidificados no mercado, possuem tamanha importância para o país como um todo. Estes dados podem ser utilizados como indicativo da eficácia de políticas públicas que visem criar um ambiente propício ao desenvolvimento de novos empreendimentos e também conservação e manutenção dos já existentes. Se tais indicadores apresentarem resultados ruins, é possível iniciar uma busca pelo provável causador do problema e assim, solucioná-lo.

2.3 O DESEMPENHO DO EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO NO GEM

Segundo DORNELAS, o termo empreendedorismo foi implantado no Brasil na década de noventa e teria ganhado notoriedade a partir dos anos dois mil. Ainda, dentre os motivos que promoveram a popularização do termo no território nacional, impulsionado por entidades de classe e governo, está a necessidade de “criação de pequenas empresas duradouras e a necessidade da diminuição das altas taxas de mortalidade desses empreendimentos” (DORNELAS, 2018, p. 02).

Com a globalização, a aquisição de produtos fornecidos por empresas estrangeiras tornou-se mais fácil, seja por meio virtual ou pela existência de filiais destas no território nacional, o que aumentou a disputa por consumidores. Somado ao desequilíbrio no mercado, grandes empresas brasileiras encerraram suas atividades. Desempregados e sem alternativas, aqueles que trabalhavam para tais empresas viram-se obrigados a empreender, deixando a condição de

empregado para se tornarem empregadores (DORNELAS, 2018, p. 02). Breve resumo do processo de surgimento dos empreendedores no Brasil nos últimos anos na concepção do citado autor.

Formados principalmente por micro e pequenas empresas, estes novos empreendimentos movimentam o mercado e possuem grande importância para a economia do país, pois, segundo pesquisa desenvolvida pelo SEBRAE, dos “6,4 milhões de estabelecimentos [...] desse total, 99% são micro e pequenas empresas (MPE). As MPEs respondem por 52% dos empregos com carteira assinada no setor privado (16,1 milhões)” (SEBRAE, 2018, s.p.).

Em outra passagem, Dornelas afirma que a taxa de mortalidade de micro e pequenas empresas diminuiu ao longo dos anos. Por muito tempo esta taxa de mortalidade ultrapassou os 50%, mas em 2013 um novo resultado foi verificado, o percentual de micro e pequenas empresas que superaram os 2 anos de existência foi de 76% (DORNELAS, 2018, p. 03).

Em pesquisa realizada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), observou-se a taxa de sobrevivência de empresas em 15 países. A OCDE considerou como ativa a empresa que possuía pelo menos um funcionário, enquanto que o SEBRAE considerou como ativa a empresa que estava em dia com a declaração fiscal junto à Receita Federal, destaca-se que a pesquisa desenvolvida pela OCDE é a que mais se aproxima da desenvolvida pelo SEBRAE (DORNELAS, 2018, p. 04).

Comparando os resultados apresentados pelo Brasil na pesquisa desenvolvida pelo SEBRAE, esse se aproximou do país com melhor desempenho registrado pela OCDE, a Eslovênia, que atingiu 78%. Com este índice, “o Brasil supera países como Canadá (74%), Áustria (71%), Espanha (69%), Itália (68%), Portugal (51%) e Holanda (50%), entre outros. Fica atrás apenas da Eslovênia, que tem taxa de sobrevivência das empresas nos primeiros dois anos de 78%” (ALBUQUERQUE, 2013, s.p.).

Os dados apresentados pela pesquisa GEM, registrados anualmente desde 2000, apontam para este mesmo crescimento. Os

resultados divulgados permitem uma análise criteriosa do cenário empreendedor dos países participantes e possibilita a comparação dos resultados apresentados ao longo do tempo. Esta última, em especial, dá-se de forma mais completa em relação aos Estados Unidos, Holanda, Reino Unido, Brasil e Espanha, isso ocorre, em razão desses cinco países terem participado das pesquisas realizadas pelo GEM desde o primeiro ano.

Observando os dados apresentados, percebe-se que os percentuais de TEA e EBO aumentaram significativamente entre os resultados apresentados em 2001 e 2019. Quanto à TEA, o Brasil saltou de 14% em 2001 para 23% em 2019, resultados parecidos foram percebidos nos demais países, com exceção da Espanha, que manteve seu nível. O percentual de EBO aumentou em todos os cinco países, no Brasil percebeu-se uma evolução ainda maior, em que foi constatado um aumento superior a 4 vezes o percentual inicial (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 73 - 75).

O aumento do percentual de TEA e EBO demonstra que o desenvolvimento de políticas públicas voltadas ao empreendedorismo tem dado certo e ainda, que as novas empresas estão conseguindo superar as dificuldades inerentes à fase inicial de criação, tornando-se empresas maduras, como descrito no GEM: “these figures suggest that these economies have had some success in transforming the growth in entrepreneurial activity levels into an increase in sustainable established businesses”² (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 75).

Muitos fatores contribuíram para esta importante melhora no cenário empreendedor do Brasil, dentre eles a existência de boas oportunidades para empreender. Com esta afirmação, concordaram mais de 45% dos entrevistados (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 30).

² Tradução livre: “esses números sugerem que essas economias tiveram algum sucesso em transformar o crescimento dos níveis de atividade empresarial em um aumento nos negócios sustentáveis estabelecidos”.

A criação de leis que facilitaram a regularização de empreendedores, cuja atividade era desempenhada na informalidade, também é outro importante avanço que pode ter contribuído para a melhora que se percebe. Como exemplo, é possível citar a criação do Microempreendedor Individual (MEI), que se deu pela lei complementar 123 de 2008 (BRASIL, 2008, s.p.) e que, dentre diversas vantagens, concede ao empreendedor um registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ).

Por se tratar do primeiro nível do empreendedorismo, várias facilidades foram concedidas ao MEI, dentre elas é possível citar o recolhimento tributário e previdenciário, que possui valores fixos e se dá por meio do Simples Nacional, uma única vez ao mês. Outra vantagem é a facilidade presente no momento de se tornar um MEI, o registro é feito pela internet e o CNPJ é disponibilizado imediatamente. O empreendedor também poderá transacionar com órgãos públicos, emitir nota fiscal e ainda, ter o auxílio do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), que oferece cursos e consultorias aos empreendedores do país.

A pesquisa GEM perguntou aos entrevistados quanto à dificuldade de se constituir empresas no país. No Brasil, o percentual ficou próximo de atingir a casa dos 40%, indicando a quantidade de pessoas que acreditam ser fácil constituir empresas no Brasil (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 30).

Ainda, utilizando como base os dados apresentados pela pesquisa GEM, percebe-se que a população brasileira possui aptidão ao empreendedorismo. Esta conclusão fundamenta-se nos dados que afirmam que mais de sessenta por cento dos entrevistados acreditam ter a experiência, o conhecimento e a habilidade necessários para iniciar um empreendimento (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 32).

Apesar de se declararem preparados, 35% dos entrevistados afirmam não empreender em razão do medo de fracassar (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 32). Por outro lado, mais de 80% afirmaram que cada decisão faz parte de

um plano, ou seja, há cuidado na realização das ações (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 34).

Apesar do aumento na taxa de empreendedorismo no Brasil, os percentuais de empreendedores que desenvolvem atividades com serviços ou produtos que são novos para o mundo, para o país ou para o local, ainda são baixos. Se somados, os percentuais não atingem 3%, sendo o índice composto em maior quantidade pela novidade local (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 52).

Isto também ocorre em relação ao uso de tecnologias ou procedimentos novos para a área, para o país ou para o mundo, o percentual apresenta-se parecido ao anterior, com uma pequena diferença, agora, não há sequer um mínimo de tecnologias ou procedimentos novos no país ou no mundo, o percentual compõe-se, exclusivamente, de tecnologias ou procedimentos novos para a área ou região (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 53).

O percentual de investimentos informais foi um dos indicadores que sofreu alterações para melhor. No ano de 2000 o percentual registrado pelo Brasil foi o menor entre as 30 economias consultadas, fixando-se abaixo de 1% (REYNOLDS; CAMP; BYGRAVE; AUTIO; HAY, 2001, p. 25). Apesar de estar ainda baixo, nos resultados apresentados pela pesquisa realizada em 2019 percebe-se um aumento neste percentual, que agora é de 2,5% (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 63).

Com base no relatório apresentado pelo GEM em 2019 e utilizando como parâmetro relatórios anteriores, como o divulgado em 2001, de um modo geral, é possível perceber que o Brasil melhorou seus resultados. No entanto, para que o país consiga alcançar melhores percentuais nas pesquisas realizadas pelo GEM, muito ainda precisa ser feito para incentivar o surgimento de novos empreendedores e também a manutenção destes no mercado.

Se em um momento comum a adoção de novas medidas se faz necessária para melhorar a condição do empreendedor no

Brasil, em momento atípico, como o vivido atualmente em razão da pandemia, exige-se um esforço ainda maior, vez que até mesmo empreendimentos solidificados no mercado não estão conseguindo manter suas atividades em desenvolvimento.

2.4 A DEFINIÇÃO DO TERMO EMPREENDEDOR

A sociedade como se conhece hoje é fruto de importantes e ininterruptas evoluções sociais. Tais evoluções receberam, ao longo da história, diferentes incentivos, ora partindo de particulares, ora do setor público, mas em todos os momentos, independentemente do fomentador, atuaram como uma importante fonte de recursos e de incentivo ao desenvolvimento social.

Apesar do termo empreendedorismo não existir à época, DORNELAS (2018, p. 20) acredita que o mercador veneziano Marco Polo tenha sido o primeiro exemplo de empreendedor, essa afirmação decorre da análise da relação estabelecida entre Marco Polo e o capitalista, homem que possuía recursos financeiros e se ocupava de produzir bens que posteriormente seriam vendidos pelo marcador. Nessa relação, Marco Polo assumia os principais riscos do empreendimento, inclusive riscos de vida, uma vez que se lançava ao mar em expedições, com o fim de vender os bens produzidos pelo capitalista.

Há também que se considerar a versão apresentada por DEGEN sobre a relação estabelecida entre Marco Polo, o mercador-aventureiro, e a figura do banqueiro-capitalista, que financiava o empreendimento com os próprios recursos. Sobre esta relação, o autor afirma que “enquanto os banqueiros-capitalistas eram os tomadores passivos do risco financeiro, os mercadores-aventureiros tinham o papel ativo nos empreendimentos, assumindo todos os riscos comerciais e pessoais das longas viagens” (DEGEN, 2009, p. 27).

Em seguida, DORNELAS aborda a concepção de empreendedor na idade média, época em que o termo foi utilizado para se referir

a quem posicionava-se à frente de grandes projetos de produção, geralmente financiados pelo próprio governo. Em sua atuação, não haviam riscos assumidos por parte do empreendedor, uma vez que sua função estava limitada a gerir o uso dos recursos disponíveis (DORNELAS, 2018, p. 20).

No século XVII a atuação do empreendedor também estava relacionada ao governo, uma vez que o primeiro se comprometia a fornecer produtos ou serviços ao segundo, mediante pagamento de valores geralmente pré-fixados. Nesta época, o empreendedorismo estava relacionado a assumir riscos, isto pois, diante da variação dos preços dos produtos, em regra, não era possível alterar os acordos estabelecidos anteriormente com o governo (DORNELAS, 2018, p. 20).

Até então, os termos empreendedor e capitalista se confundiam, sendo utilizados para se referir ao mesmo indivíduo, realidade que foi alterada no século XVIII, quando foram de fato diferenciados. Passaram então a indicar, o primeiro o indivíduo que assumia riscos em sua atividade e o segundo o indivíduo detentor e fornecedor de capital. Há autores, como DEGEN, que desconsideram a existência de tal confusão em relação aos termos.

Superada a primeira dúvida envolvendo o termo empreendedor e o termo capitalista, uma nova diferenciação mostrou-se importante aos pesquisadores nos séculos XIX e XX. Trata-se da utilização do termo empreendedor e do termo administrador ou gerente para o mesmo fim. De forma genérica, afirma DORNELAS que “todo empreendedor necessariamente deve ser um bom administrador para obter o sucesso; no entanto, nem todo bom administrador é um empreendedor. O empreendedor tem algo mais, algumas características e atitudes que o diferenciam [...]” (DORNELAS, 2018, p. 21).

DORNELAS (2018, p. 28) compilou, em um único quadro, as diferentes formas de se tratar de alguns assuntos inerentes às atividades desempenhadas por empreendedores e gerentes, como apresentado a seguir:

Temas	Gerentes Tradicionais	Empreendedores
Motivação principal	Promoção e outras recompensas tradicionais da corporação, como secretária, status, poder etc.	Independência, oportunidade para criar algo novo, ganhar dinheiro.
Referência de tempo	Curto prazo, gerenciando orçamentos semanais, mensais etc. e com horizonte de planejamento anual.	Sobreviver e atingir cinco a dez anos de crescimento do negócio.
Atividade	Delega e supervisiona.	Envolve-se diretamente.
Status	Preocupa-se com o status e como é visto na empresa.	Não se preocupa com o status.
Como vê o risco	Com cautela.	Assume riscos calculados.
Falhas e erros	Tenta evitar erros e surpresas.	Aprende com erros e falhas.
Decisões	Geralmente concorda com seus superiores.	Segue seus sonhos para tomar decisões.
A quem serve	Aos outros (superiores).	A si próprio e a seus clientes.
Histórico familiar	Membros da família trabalharam em grandes empresas.	Membros da família possuem pequenas empresas ou já criaram algum negócio.
Relacionamento com outras pessoas	A hierarquia é a base do relacionamento.	As transações e acordos são a base do relacionamento.

Da análise do quadro acima percebe-se que o empreendedor está muito mais voltado para o processo de construção do seu empreendimento, aprendendo com os erros que ocorreram em sua trajetória, ele quer o sucesso, mas não busca o sucesso a qualquer custo. De outro lado, o gerente possui menor autonomia, haja vista estar subordinado a outros; precisa se preocupar em manter sua posição dentro do empreendimento, o que comumente ocorre por meio da apresentação de bons resultados.

Os empreendedores são responsáveis por boa parte das evoluções pelas quais a sociedade passou, essa participação assídua não se dá por acaso. Em uma sociedade capitalista, quanto maior o grau de importância de um determinado invento ou melhoria, maiores são as chances do empreendedor responsável por sua criação obter sucesso e conseqüentemente lucro. Da mesma forma, o empreendedorismo é visto por muitos como um meio de obter recursos que não seriam alcançados com o trabalho na condição de empregado.

É o que defendem BOSMA, HILL, IONESCU-SOMERS, KELLEY, LEVIE, e TARNAWA, no relatório GEM publicado em 2020. Com base nos dados apresentados por suas pesquisas, desenvolvidas anualmente a aproximadamente 21 anos, afirmam que o empreendedorismo tem sido visto por Estados não só como uma forma de se gerar renda e emprego, mas como um aliado importante no combate a problemas estruturais da sociedade em todo o mundo:

Entrepreneurship is an essential driver of societal health and wealth, and a formidable engine of economic growth. It promotes the innovation required not just to exploit new opportunities, promote productivity and create employment, but also to help address some of society's toughest challenges as stated by the United Nations Sustainable Development Goals (SDGs). Many of the world's governments, think tanks, non-governmental and international organizations now look towards entrepreneurship as a key part of the solution to ending poverty and

social inequity, promoting women's empowerment, and implementing business solutions to the world's environmental challenges, including climate change³ (BOSMA, HILL, IONESCU-SOMERS, KELLEY, LEVIE, e TARNAWA, 2020, p. 13).

Neste mesmo sentido, afirmam HISRICH, PETERS e SHEPERD ter o empreendedorismo papel importante no desenvolvimento social:

O empreendedorismo tem uma função importante na criação e no crescimento dos negócios, assim como no crescimento e na prosperidade de nações e regiões. Esses resultados em larga escala podem ter princípios um tanto modestos, pois as ações empreendedoras começam no ponto em que uma oportunidade lucrativa encontra um indivíduo empreendedor (2014, p. 6).

Em conferência ministrada por PIMENTA (2021, s.p.), o palestrante afirma e apresenta dados do ano de 2018 que demonstram que as principais empresas negociadas na bolsa de valores brasileira estão ligadas ao extrativismo. Apesar da sua importância para o desenvolvimento do país, a incorporação de inovações aos produtos extraídos da natureza por novos empreendimentos é importante para o desenvolvimento nacional, haja vista agregar valor a produtos, serviços e ao próprio empreendimento.

3 Tradução livre: “o empreendedorismo é um impulsionador essencial da saúde e riqueza da sociedade e um motor formidável de crescimento econômico. Promove a inovação necessária não apenas para explorar novas oportunidades, promover a produtividade e criar empregos, mas também para ajudar a enfrentar alguns dos desafios mais difíceis da sociedade, conforme declarado pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas (ODS). Muitos dos governos mundiais, grupos de pesquisa, organizações não governamentais e internacionais agora olham para o empreendedorismo como uma parte fundamental da solução para acabar com a pobreza e a desigualdade social, promovendo o empoderamento das mulheres e implementando soluções de negócios para os desafios ambientais mundiais, incluindo as mudanças climáticas”.

Faz-se importante registrar também o que diz DORNELAS sobre os empreendedores que, para ele “são pessoas diferenciadas, que possuem motivação singular, são apaixonadas pelo que fazem, não se contentam em ser mais um na multidão, querem ser reconhecidas e admiradas, referenciadas e imitadas, querem deixar um legado” (DORNELAS, 2018, p. 8). O autor relaciona os empreendedores à inovação, ao dizer que estão por trás de inovações “pessoas ou equipes com características especiais, visionárias, que questionam, arriscam, querem algo diferente, fazem acontecer e empreendem” (DORNELAS, 2018, p. 8).

É importante observar que o empreendedor capaz de impactar a sociedade como abordado acima é, principalmente, a pessoa que empreende por oportunidade e não o que empreende por necessidade. Assim, a quantidade existente de cada um modifica diretamente a forma com que o empreendedorismo impactará a sociedade em que se desenvolve (DEGEN, 2009, p. 27).

Neste sentido, DORNELAS ressalta o impacto causado pelo empreendedor no mercado e na sociedade como um todo, ao exaltar as funções exercidas por estes e ao caracterizar a atualidade como “era do empreendedor”, diante dos avanços causados por estes no mundo: “estão eliminando barreiras comerciais e culturais, encurtando distâncias, globalizando e renovando os conceitos econômicos, criando novas relações de trabalho e novos empregos, quebrando paradigmas e gerando riqueza para a sociedade” (DORNELAS, 2018, p. 10).

Ao se referir ao empreendedor, CHIAVENATO afirma que:

[...] ele não é somente um fundador de novas empresas ou o construtor de novos negócios. Ele é a energia da economia, a alavanca de recursos, o impulso de talentos, a dinâmica de idéias. Mais ainda: ele é quem fareja as oportunidades e precisa ser muito rápido, aproveitando as oportunidades fortuitas, antes que outros aventureiros o façam (CHIAVENATO, 2007, p. 3).

Percebe-se que não basta ao indivíduo iniciar uma atividade para que seja considerado, nestes termos, um empreendedor. Ser um empreendedor vai muito além de iniciar ou assumir uma atividade empresarial em desenvolvimento, é preciso buscar respostas para perguntas que sequer foram feitas. O empreendedor precisa manter seus pensamentos à frente de seu tempo, o que não significa, necessariamente, que as soluções apresentadas serão ideias de implementação complexa e futurística, é possível que soluções simples sejam suficientes para solucionar as demandas identificadas.

O cuidado com que se tem tratado o empreendedorismo em diversas partes do mundo, inclusive no Brasil, tem causado reflexos até mesmo no ambiente acadêmico. DORNELAS (2018, p. 10) explica que no passado, os cursos de administração estavam voltados à formação de profissionais para suprir a necessidade de mão de obra especializada de grandes empresas e estatais. Dar início a um novo negócio tratava-se de loucura diante dos excelentes salários e possibilidades de crescimento interno oferecidos por estas empresas.

Com a redução de vagas, salários e perspectiva de crescimento interno nas grandes empresas, o empreendedorismo tornou-se uma opção viável, principalmente aos recém-formados. A nova realidade exigiu mudanças, que provocaram o surgimento de novos cursos, fornecidos por universidades ou mesmo por pessoas que alcançaram sucesso, voltados à formação de empreendedores. É notório que nas últimas décadas o empreendedorismo tem sido estudado e pesquisado por muitos, seja por acadêmicos ou mesmo pessoas que almejam ingressar no empreendedorismo.

Exemplo do compromisso global com o empreendedorismo ocorreu em 2019 promovido pelo Fórum Econômico Mundial, ao criar uma reunião denominada “educando a próxima onda de empreendedores”. O evento foi desenvolvido com o objetivo de potencializar o conhecimento de jovens empreendedores, para que fossem capazes de superar os desafios do século XXI. O momento foi utilizado como um mecanismo de propagação de recomendações, que foram fixadas após muito debate e análise de experiências que

apresentaram bons resultados ao redor do mundo (DORNELAS, 2018, p. 12).

Dentre as citadas recomendações estão: “desenvolver habilidades de liderança e conhecimento do mundo e do ambiente no qual vivem [...]”; “ênfazer a educação empreendedora como parte-chave da educação formal em todos os níveis” e “desenvolver o empreendedorismo como tema transversal, não apenas como disciplina” (DORNELAS, 2018, p. 12).

No Brasil, na década de noventa, duas importantes instituições para o empreendedorismo foram criadas, trata-se do SEBRAE e da Sociedade Brasileira para Promoção da Exportação de Software (Softex). O SEBRAE auxilia micro e pequenas empresas no processo de constituição e na solução de problemas específicos apresentados pelo empreendimento, enquanto que a Softex busca fomentar a tecnologia e a inovação no Brasil e no estrangeiro (SOFTEX, s.d., s.p.). Se observado o cenário nacional, ambos contribuíram e ainda contribuem para a propagação do empreendedorismo no território nacional.

A partir da década de noventa, o termo empreendedor tem se tornado cada vez mais recorrente na sociedade. Apesar da popularidade conquistada, não há consenso acerca de seu surgimento e definição. Entretanto, estes dois importantes aspectos serão tratados a seguir, momento em que serão abordadas suas principais características.

Acredita-se que o termo empreendedor possua origem estrangeira e que teria derivado da palavra francesa *entrepreneur*, como defendido por Idalberto CHIAVENATO (2007, p. 3), para quem o empreendedorismo teria surgido nos séculos XVIII e XIX, como fruto de reflexões desenvolvidas pelos pensadores econômicos da época. Há relatos de que a utilização do termo *entrepreneur* ocorreu, pela primeira vez, no ano de 1725, pelo então economista Richard Cantillon, ao se referir em seu discurso “ao indivíduo que assumia riscos” (ALFREDO, 2009, s.p.).

Significado diferente é apresentado por DEGEN em seu livro. O autor defende que

O significado da palavra empreendedor deriva da palavra inglesa *entrepreneur*, que, por sua vez, deriva da palavra *entreprendre*, do francês antigo, formada pelas palavras *entre*, derivada do latim *inter* – que significa reciprocidade – e *preneur*, derivada do latim *prehendere* - que significa comprador. A combinação das duas palavras, *entre* e *comprador*, significa simplesmente intermediário (DEGEN, 2009, p. 26).

O termo *entrepreneur* pode ser definido como “*a person who starts or organizes a business company, especially one involving risk*”⁴, conforme tradução fornecida por Cambridge Dictionary Francês-Inglês (2021, s.p.). Percebe-se a presença de dois elementos muito importantes na definição apresentada pelo citado dicionário, a primeira delas é a existência de uma empresa, que não necessariamente estará ligada à inovação, a segunda refere-se à existência de risco e incerteza na atividade desempenhada.

Após tratar da importância do empreendedor para a economia, sociedade e da perspicácia imprescindível ao empreendedor para que seus negócios prosperem, continua CHIAVENATO, agora, apresentando o que, para ele, corresponde à definição de empreendedor:

O empreendedor é a pessoa que inicia e/ou opera um negócio para realizar uma idéia ou projeto pessoal assumindo riscos e responsabilidades e inovando continuamente. [...] Mas o espírito empreendedor está também presente em todas as pessoas que - mesmo sem fundarem uma empresa ou iniciarem seus próprios negócios - estão preocupadas e focalizadas em assumir riscos e inovar continuamente (CHIAVENATO, 2007, p. 3).

⁴ Tradução livre: “uma pessoa que inicia ou organiza uma empresa, especialmente uma que envolva risco”.

Assumir risco e inovar são palavras-chave para o conceito apresentado por CHIAVENATO e podem ser utilizadas para reduzir, em poucas palavras a ideia defendida pelo autor.

Para exemplificar sua definição de empreendedor, CHIAVENATO (2007, p. 4) aborda o surgimento da empresa de Michael Dell. Segundo o autor, a quarta maior fabricante de computadores pessoais teve início quando seu fundador começou a vender peças de computadores pelo correio, época em que Dell ainda era calouro na University of Texas.

Dell conseguiu cumular sua atividade empreendedora e o estudo durante um tempo, mas decidiu deixar a universidade para se dedicar integralmente ao empreendedorismo quando seu empreendimento alcançou a receita mensal de oitenta mil dólares em vendas. No ano de 1993, as vendas da empresa teriam alcançado a casa dos dois milhões de dólares, valor que só teria aumentado desse ano em diante (CHIAVENATO, 2007, p. 4).

CRUZ é outro autor cuja definição apresentada ao termo empreendedor merece destaque, com base nos estudos realizados sobre MARSHALL, afirma o autor que o empreendedor é “alguém que se aventura e assume riscos, que reúne capital e o trabalho requerido para o negócio e supervisiona seus mínimos detalhes, caracterizando-se pela convivência com o risco, a inovação e a gerência do negócio” (CRUZ, 2005, p. 24). No conceito apresentado por CRUZ, assim como no conceito apresentado por CHIAVENATO, estão presentes os termos inovação e risco.

Em vários momentos, autores diversos tratam da inovação como uma característica necessária ao empreendedor. Em razão da proximidade com o termo invenção, é possível que muitos confundam sua correta aplicação. Assim, acredita-se que seja o momento adequado para se tratar da diferenciação entre o termo inovação e o termo invenção. Nas palavras de ARAGÃO:

[...] de forma objetiva, a invenção surge de um processo criativo, mas torna-se inovação apenas se chegar à sociedade e produzir algum efeito. Dessa

forma, se atender às necessidades e expectativas do mercado, for viável do ponto de vista econômico, for sustentável e oferecer retorno financeiro às empresas, estaremos falando de inovação.

Portanto, inovação é diferente de invenção. Invenção tem a proposta de trazer ao mundo algo que não existe, apenas isso, criar algo novo [...]. A inovação surge com a melhoria de um produto, processo ou serviço já existente ou a criação de algo novo que seja absorvido pelo mercado e gere negócio (ARAGÃO, s.a., s.p.).

Para tornar a teoria um pouco mais clara ao leitor, citar-se-á como exemplo a criação da tela sensível ao toque, presente em quase todos os celulares atualmente e diversos outros aparelhos. Apesar de sua patente ter sido registrada apenas nos anos 70 nos Estados Unidos da América, a tecnologia por trás desta melhoria foi inventada nos anos 60 na Inglaterra. A invenção foi inserida no mercado nos anos 80 e, gradativamente, conforme passou a ser aceita pelo mercado e pela população, tornou-se uma inovação (INSPER, 2019, s.p.).

Diante da insegurança inerente à atividade, em parte relacionada à inovação, o empreendedor precisa de coragem e astúcia para desenvolver seu empreendimento, haja vista que nem sempre será viável ou possível ter certeza do que o aguarda pela frente. Assim, o risco torna-se inerente à sua atividade e não há como afastá-lo sem que prejuízos sejam assumidos pelo empreendedor. Nas palavras de SCHUMPETER:

[...] na vida econômica a ação deve ser decidida sem a elaboração de todos os detalhes do que deve ser feito. Aqui o sucesso de tudo depende da intuição, da capacidade de ver as coisas de um modo que depois prove ser correto, mesmo que não possa ser estabelecido no momento, e da captação do fato essencial, descartando-se o não-essencial, mesmo que não seja possível prestar contas dos princípios

mediante os quais isso é feito. Um meticoloso trabalho preparatório, conhecimento especializado, profundidade de compreensão intelectual, talento para a análise lógica podem, em certas circunstâncias, ser fontes de fracasso (SCHUMPETER, 1997, p. 92).

Apesar de SCHUMPETER defender que o empreendedor deve agir de forma livre, utilizando sua intuição como guia para suas ações e considerando prejudicial o ato de se preparar, é possível que tais fundamentos não possam ser aplicados de forma absoluta. Como será analisado a seguir, o próprio autor reconhece este impasse e a necessidade de haver certo cuidado em sua aplicação. A este respeito, importante abordar resultados apresentados pelo site CBINSIGHTS (2019, s.p.), em que foi apontada a produção de bens inservíveis para a população como principal causa do fracasso das *startups* analisadas, opção escolhida por cerca de 42% dos empreendimentos que fracassaram.

No desenvolvimento de seu negócio, o empreendedor precisa tomar decisões importantes, tais decisões impactarão o futuro de seu empreendimento e poderão levá-lo ao sucesso ou ao fracasso. Por este motivo, o empreendedor precisa conhecer, mesmo que minimamente, a atividade desenvolvida e os riscos que a ela são inerentes, é preciso saber quando e como agir:

[...] o empreendedorismo exige ação, uma ação empreendedora por meio da criação de novos produtos/processos e/ou da entrada em novos mercados, que pode ocorrer por meio de uma organização recém-criada ou dentro de uma organização estabelecida.

O empreendedor segue o que acredita ser uma oportunidade. Como as oportunidades existem em (ou criam e/ou geram) um estado de forte incerteza, os empreendedores precisam utilizar seu discernimento

para decidir se devem ou não agir (HISRICH, PETERS, SHEPERD, 2014, p. 6).

Seguindo o mesmo raciocínio traçado pelas definições do termo empreendedor apresentadas até aqui, SCHUMPETER expõe um pensamento mais complexo acerca do assunto. O autor defende que ao empreendedor é dada a difícil tarefa de provocar a “destruição criadora”, como apresentado por Rubens Vaz da Costa na introdução do livro escrito por SCHUMPETER (1997, p. 10). Inicialmente, o termo apresenta-se pouco conexo ao assunto tratado e parece indicar uma possível falha no processo de leitura de quem se dedica a compreender o texto.

Quanto à teoria da destruição criadora apresentada por SCHUMPETER, o autor DEGEN esclarece, ao dizer que

Esse processo é o impulso fundamental que aciona e mantém em marcha o motor capitalista. É por meio dele que são gerados, constantemente, novos produtos, serviços, métodos de produção e mercados. Ele destrói sem cessar os produtos e serviços estabelecidos no mercado, substituindo-os por novos, mais eficientes e baratos. Ele subverte sem trégua a estrutura econômica existente, criando, sem parar, uma nova, mais forte do que a anterior (DEGEN, 2009, p. 25).

Após conceder ao leitor maiores informações, percebe-se quais eram suas intenções. A destruição criadora a que se faz referência, está associada à necessidade, inerente ao empreendedor, de desenvolver novos produtos. Isto ocorre em razão da substituição do produto que estava em uso por um novo produto ou serviço, desenvolvido pelo empreendedor. Diante da inserção de um novo produto ou serviço na sociedade, aqueles que antes desenvolviam suas funções tornam-se obsoletos, ou seja, são destruídos pela nova criação.

Em relação ao encerramento de certas atividades, é preciso observar que se trata de procedimento natural. Deve ser compreendido, aceito e utilizado em favor do empreendedor:

No matter the industry, a corporation consists of business units with finite life spans: the technological and market bases of any business will eventually disappear. Disruptive technologies are part of that cycle. Companies that understand this process can create new businesses to replace the ones that must inevitably die⁵ (BOWER; CHRISTENSEN, 1995, p. 53).

Segundo SCHUMPETER, com a introdução de novos produtos na sociedade haverá, inicialmente, um desequilíbrio, responsável por concentrar maior lucro nas mãos do empreendedor, o que o autor chama de boom. Isto ocorre em razão dos métodos modernos serem mais eficientes e possuírem custo mais baixo que métodos arcaicos. No entanto, a partir da inserção dos novos produtos ou métodos utilizados no mercado, esses se tornarão conhecidos pela população (SCHUMPETER, 1997, p. 131 e 132).

Este desequilíbrio aumenta a demanda de insumos necessários à produção do novo produto, pode causar a substituição da mão de obra empregada, dentre outros impactos e os lucros obtidos pelo empreendedor atraem a atenção de empresários, chamados por SCHUMPETER de seguidores do empreendedor. Logo existirá um número expressivo de fornecedores da nova mercadoria na sociedade, por consequência, haverá uma drástica redução da margem de lucro do empreendedor que a introduziu no mercado. O mercado caminhará para a criação de uma nova ordem, quando então restará equilibrado (SCHUMPETER, 1997, p. 131 e 132).

5 Tradução livre: Não importa o setor, uma corporação consiste em unidades de negócios com longevidade finita: as bases tecnológicas e de mercado de qualquer empresa eventualmente desaparecerão. As tecnologias disruptivas fazem parte desse ciclo. As empresas que entendem esse processo podem criar novos negócios para substituir aqueles que inevitavelmente morrerão.

A este respeito e com base no conhecimento criado por SCHUMPETER, MOTA esclarece que:

À medida que as inovações tecnológicas ou as modificações nos produtos antigos são assimilados pela conjuntura e seu consumo generalizado, a taxa de crescimento da economia diminui (o que não gera mais ganhos extraordinários) e assim se inicia o processo recessivo da redução dos investimentos e a baixa da oferta de emprego. A constante mudança entre prosperidade e recessão, isto é, da volatilidade da produção é entendido como um obstáculo periódico e transitório, aparte do curso normal de expansão da renda nacional, da renda per capita e do consumo (MOTA, 2016, s.p.).

SCHUMPETER reconhece que as ações promovidas pelos empreendedores precisam estar pautadas nas necessidades dos consumidores, assim, o empreendedor reduz as chances de produzir algo que não será consumido, diminuindo os riscos de um possível prejuízo. Apesar da necessidade de se observar a relação entre o que será produzido e a demanda dos consumidores, esta relação não pode guiar e nem limitar a produção de um empreendedor.

Cabe ao empreendedor uma função diversa, baseada na necessidade de educar os consumidores à nova realidade criada por seus produtos, de modificar as próprias necessidades dos consumidores, para que esses reconheçam uma carência que sequer existia. Esta ação tornará contínua a existência de demanda quanto aos seus novos produtos ou serviços e aumentará as chances de sucesso destes (SCHUMPETER, 1997, p. 76).

Deve-se insistir na produção de bens ou serviços inovadores ainda que estes não sejam solicitados pelos clientes, como visto, é possível que não saibam que precisam deles. Neste sentido, “managers must beware of ignoring new technologies that don’t initially meet

the needs of their mainstream customers”⁶ (BOWER; CHRISTENSEN, 1995, p. 42).

Como ensina SCHUMPETER, “tanto econômica quanto tecnologicamente, produzir significa combinar as forças e coisas ao nosso alcance” (SCHUMPETER, 1997, p. 32). Com base nesta ideia, ao se alterar a força empregada ou a coisa, que também pode ser definida como matéria, ter-se-á uma nova combinação que acaba por resultar em um produto novo.

Apesar do surgimento de novos produtos pelo emprego de combinações diversas entre forças e matérias, nem sempre o resultado desta nova combinação produzirá desenvolvimento. Aqui, duas ramificações surgem com base nos estudos de SCHUMPETER, ao ter como base a combinação de forças e matérias, uma que não será capaz de produzir o desenvolvimento e uma que será capaz de tal feito, que interessará à presente pesquisa.

A primeira, que não produzirá desenvolvimento, ocorre de forma constante na sociedade, nessa, as novas combinações originam-se “das antigas por ajuste contínuo mediante pequenas etapas, há certamente mudança, possivelmente há crescimento, mas não um fenômeno novo nem um desenvolvimento em nosso sentido” (SCHUMPETER, 1997, p. 76).

A descontinuidade é imprescindível para que novas combinações sejam capazes de gerar desenvolvimento, não pode ser uma ação natural, precisa ser provocada. SCHUMPETER fixa cinco hipóteses em que novas combinações desencadearão o desenvolvimento:

- 1) Introdução de um novo bem — ou seja, um bem com que os consumidores ainda não estiverem familiarizados — ou de uma nova qualidade de um bem.
- 2) Introdução de um novo método de produção, ou seja, um método que ainda não tenha sido testado pela experiência no ramo próprio da indústria de

⁶ Tradução livre: “os gerentes devem tomar cuidado para não ignorar novas tecnologias que inicialmente não atendem às necessidades de seus clientes convencionais”.

transformação, que de modo algum precisa ser baseada numa descoberta cientificamente nova, e pode consistir também em nova maneira de manejar comercialmente uma mercadoria. 3) Abertura de um novo mercado, ou seja, de um mercado em que o ramo particular da indústria de transformação do país em questão não tenha ainda entrado, quer esse mercado tenha existido antes, quer não. 4) Conquista de uma nova fonte de oferta de matérias-primas ou de bens semimanufaturados, mais uma vez independentemente do fato de que essa fonte já existia ou teve que ser criada. 5) Estabelecimento de uma nova organização de qualquer indústria, como a criação de uma posição de monopólio (por exemplo, pela trustificação) ou a fragmentação de uma posição de monopólio (SCHUMPETER, 1997, p. 76).

As novas combinações, normalmente não derivam de empresas que possuam longo histórico de atuação, pelo contrário, é mais acertado pensar que haja um ambiente melhor adaptado para seu desenvolvimento em empresas novas. Estas, da mesma forma, geralmente não decorrem de empresas antigas, mas atuam ao seu lado. A este respeito, BOWER e CHRISTENSEN (1995, p. 51) demonstram a incompatibilidade existente entre negócios convencionais e disruptivos, afirmando que “every company that has tried to manage mainstream and disruptive businesses within a single organization failed”.

Possivelmente haverá entre elas uma disputa por consumidores e por espaço no mercado, até que haja a substituição das empresas que utilizam de técnicas obsoletas para produção de seus produtos por aquelas que apresentam novas combinações e por conseguinte, mostram-se mais adaptadas ao mercado (SCHUMPETER, 1997, p. 77).

7 Tradução livre: “todas as empresas que tentaram gerenciar negócios convencionais e disruptivos dentro de uma única organização falharam”.

É importante observar que o esforço do empreendedor em criar novos produtos e inovar tem como objetivo final alcançar o lucro. A este respeito,

[...] as empresas buscam a inovação tecnológica para aumentar seus lucros. No caso de uma inovação em processo produtivo, isto vai proporcionar à empresa uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes, aumentando-lhe, desta forma, a possibilidade de maior lucro (FAZION; SANTOS; MEROE, 2011, p. 04).

Diante das informações apresentadas até aqui, percebe-se que a atividade desenvolvida pelo empreendedor é inerente ao risco e que deverá apresentar soluções inovadoras ao mercado. As inovações que resultarão de sua atividade terão como base a junção de diferentes materiais e forças. Outro elemento, ainda não citado, mas que possui importância na mesma intensidade que os anteriores são os recursos para iniciar a atividade empreendedora.

2.5 O EMPREENDEDORISMO E A NECESSIDADE DE CRÉDITO

SCHUMPETER destaca em seu livro a importância do crédito para o início de novos empreendimentos na atualidade e ainda, a importância que o crédito teve na criação da indústria moderna, é o que percebe-se nos seguintes trechos: “nem mesmo a ortodoxia mais conservadora dos teóricos pode negar que a estrutura da indústria moderna não poderia ter sido erigida sem ele [...]” (SCHUMPETER, 1997, p. 79) e “[...] é tão claro *a priori* como está estabelecido historicamente que o crédito é primariamente necessário às novas combinações e que é por estas que ele força seu caminho dentro do fluxo circular [...]”(SCHUMPETER, 1997, p. 79 e 80).

A necessidade de recursos financeiros também é demonstrada pelos autores MOCELIN e AZAMBUJA. Ao tratarem da “ação empreendedora”, os autores afirmam que se exige dos empreendedores o “dispêndio de tempo e de recursos” (MOCELIN; AZAMBUJA, 2017, p. 43), enfatizando a necessidade de crédito para dar início ou continuidade em um empreendimento.

Em regra, as empresas capazes de apresentar novas combinações ao mercado não derivam de empresas antigas, pelo contrário, são criadas com a finalidade de desenvolver novos produtos. Deste modo, é provável que alguns empreendedores não possuam recursos provenientes do exercício de uma empresa anterior, à sua disposição, para suprir os gastos com o novo empreendimento.

Não se pode afirmar que todo empreendedor precisará recorrer a terceiros para ter acesso aos recursos necessários para desenvolver sua atividade. É possível que este possua reservas financeiras suficientes para dar início ao empreendimento, seja por ter poupado durante o período em que trabalhou para terceiros, por ter recebido uma herança de seus pais ou qualquer outro motivo que o tenha munido dos recursos. Nesse sentido, afirma SCHUMPETER:

Já foi estabelecido que o empresário - em princípio e via de regra - não precisa de crédito, no sentido de uma transferência temporária para ele de poder de compra, para produzir, para ser capaz de realizar suas combinações novas, para tornar-se empresário (SCHUMPETER, 1997, p. 107).

Entretanto, para iniciar suas atividades, é possível que o empreendedor não tenha reunido recursos financeiros adquiridos por qualquer meio ao longo de sua vida, ou ainda, que este empreendedor não tenha tido tempo de desempenhar uma atividade remunerada até então, o que tem se tornado relativamente comum aos desenvolvedores de novas tecnologias. Na ausência de recursos, o empreendedor estará diante de duas possibilidades, a primeira é deixar de empreender,

abandonando sua ideia, e a segunda hipótese é recorrer a crédito para colocar em prática os planos traçados para seu empreendimento.

Ao tratar do poder de compra, que é necessário ao empreendedor para dar início em suas atividades, SCHUMPETER destaca que tornar-se empreendedor dependerá da aquisição de poder de compra:

Se por acaso ele não o possuir - e se o possuísse isso seria simplesmente consequência de desenvolvimento anterior - deve tomá-lo emprestado. Se ele não o conseguir, então obviamente não pode tornar-se empresário. Nisso não há nada de fictício; é meramente a formulação de fatos geralmente conhecidos. Ele só pode tornar-se empresário ao tornar-se previamente um devedor. Torna-se um devedor em consequência da lógica do processo de desenvolvimento, ou, para dizê-lo ainda de outra maneira, sua conversão em devedor surge da necessidade do caso e não é algo anormal, um evento acidental a ser explicado por circunstâncias particulares (SCHUMPETER, 1997, p. 107).

Acerca da necessidade de capital para iniciar ou manter o empreendimento em exercício no início, DORNELAS afirma que muitos empreendedores brasileiros encontram dificuldades em obter financiamento. O autor afirma que entre os principais problemas enfrentados na obtenção de financiamento estão a existência de altas taxas de juros, atender às várias exigências estabelecidas pelas instituições financeiras e a dificuldade em cumprir com o acordo firmado quanto ao pagamento das prestações (DORNELAS, 2018, p. 182).

Segundo o autor, há uma desinformação por parte dos empreendedores quanto à aquisição de crédito, que buscam financiamento apenas em instituições financeiras, enquanto existem outras possibilidades que podem ser mais vantajosas a serem exploradas. Afirma que “o empreendedor deve utilizar sua

capacidade de planejamento e habilidade de negociação, bem como seu networking, para identificar as melhores alternativas do mercado para injetar capital em seu negócio” (DORNELAS, 2018, p. 182).

Diante da necessidade de crédito, os autores PIMENTA e BASTOS afirmam que, em regra, os empreendedores possuem à sua disposição duas formas de acesso a investimentos realizados por terceiros. A primeira delas ocorre quando o investidor opta por se tornar sócios ou quotistas do empreendimento, a depender da estrutura jurídica adotada. Já a segunda, mantém o investidor distante do empreendimento que receberá o valor arrecadado. Importante destacar que independentemente da modalidade de investimento escolhida pelo empreendedor, existirão vantagens e desvantagens que devem ser consideradas por esse (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 72).

Neste mesmo sentido, mas utilizando-se de termos diferentes, DORNELAS também defende a existência de dois tipos de financiamento: dívida ou equidade. No primeiro, o fornecimento de crédito pelo credor depende da apresentação, por parte do empreendedor, de alguma garantia capaz de suprir a dívida que se está contraindo. Enquanto que na equidade, ocorre por meio da inclusão de capital no empreendimento (DORNELAS, 2018, p. 182).

A depender do investidor a quem se está solicitando o empréstimo, mecanismos diferentes deverão ser utilizados para que se obtenha êxito. Como exemplo, ao solicitar empréstimo a um amigo ou familiar, esses levarão em conta a relação afetiva existente entre eles e o empreendedor, ou seja, serão considerados atributos como confiança e amizade, pouco importando o plano de negócios (DORNELAS, 2018, p. 183).

Sobre o mesmo assunto, a pesquisa desenvolvida pelo GEM questionou aos entrevistados se haviam realizado algum investimento informal nos últimos 3 anos. Entende-se por investimento informal “when an individual provides funds for a new business started by someone else, and is typically from family, or friends and other

acquaintances”⁸ (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 62 e 63).

Dos 50 países participantes, 10 tiveram o percentual abaixo de 2%, no outro extremo, apenas 16 países ultrapassaram o percentual de 5% de investimento. Destaque para o Chile que ultrapassou 20% e para a Guatemala, que alcançou a marca dos 15%. É importante observar que o investimento informal é apenas uma das formas possíveis de se ter acesso a recursos financeiros e que outras modalidades de investimento não foram consideradas (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 63).

A existência ou não de investimento informal nos países pode indicar muito sobre o acesso de empreendedores ao financiamento:

While levels of informal investment clearly reflect available resources, they may also point to a failure of the financial system to provide access to entrepreneurial finance. Insufficient access to finance may exclude many would-be entrepreneurs of limited means who do not already have either personal wealth or a wealthy network of informal investors⁹ (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 18).

Em um outro momento questionou-se sobre o valor investido e a relação entre o empreendedor e o credor. Em 9 economias o valor investido ficou abaixo dos 1.000,00 dólares, de outro lado, em 8 países superou os 10.000,00 dólares, Suíça e República da Coreia superaram 20.000,00 dólares cada. Acerca da relação existente entre eles, as

8 Tradução livre: “quando um indivíduo fornece fundos para um novo negócio iniciado por outra pessoa, e normalmente é de família ou amigos e outros conhecidos”.

9 Tradução livre: “embora os níveis de investimento informal reflitam claramente os recursos disponíveis, eles também podem apontar para uma falha do sistema financeiro em fornecer acesso ao financiamento empresarial. O acesso insuficiente ao financiamento pode excluir muitos aspirantes a empreendedores com recursos limitados que ainda não possuem riqueza pessoal ou uma rica rede de investidores informais”.

respostas mais escolhidas foram parente próximo, vizinho ou amigo, que ficaram acima de 60% em 46 economias, sendo que, em 17 países essa resposta ultrapassou os 80% (BOSMA; HILL; IONESCU-SOMERS; KELLEY; LEVIE; TARNAWA, 2020, p. 62 e 63).

Por outro lado, tratando-se de solicitação feita a instituição financeira, é preciso apresentar um excelente plano de negócios. Este é um dos principais documentos solicitados pelas instituições financeiras, haja vista esclarecer os objetivos do empreendedor. É com base na avaliação do plano de negócios que os investidores decidirão se a concessão do crédito é viável ou não, pouco importando possíveis relações afetivas entre o solicitante de crédito e o responsável pela instituição financeira.

Ao oferecer empréstimos aos empreendedores, os bancos, em regra, não figuram como intermediários do poder de compra, transferindo poder de compra de quem o detém em abundância para quem enfrenta escassez, apesar dessa ação ser plenamente possível em razão dos bancos concentrarem o poder de compra não utilizado pelas pessoas. Quando o empreendedor solicita poder de compra em um banco, esse, em regra, é criado pelo próprio banco, como afirma SCHUMPETER:

É sempre uma questão não de transformar o poder de compra que já existe em propriedade de alguém, mas da criação de novo poder de compra a partir do nada - a partir do nada mesmo que o contrato de crédito pelo qual é criado o novo poder de compra seja apoiado em garantias que não sejam elas próprias meio circulante - que se adiciona à circulação existente (SCHUMPETER, 1997, p. 82).

Segue o autor, caracterizando os bancos da seguinte forma:

Ele se coloca entre os que desejam formar combinações novas e os possuidores dos meios

produtivos. Ele é essencialmente um fenômeno do desenvolvimento, embora apenas quando nenhuma autoridade central dirige o processo social. Ele torna possível a realização de novas combinações, autoriza as pessoas, por assim dizer, em nome da sociedade, a formá-las. É o éforo da economia de trocas (SCHUMPETER, 1997, p. 83).

Assim, ao aplicar o poder de compra concedido pelo banco, tenha ele sido criado ou apenas realocado pela instituição, na criação de novos produtos ou serviços inovadores, haverá a geração de lucro para o empreendedor. Em relação à natureza jurídica de tal lucro, COSTA afirma que “é essa, então, a natureza dos lucros; constituem-se em um prêmio que a sociedade paga aos inovadores por lhe proporcionar acesso a novos bens e serviços” (COSTA, 2006, p. 07).

As diversas possibilidades de concessão de crédito ao empreendedor, em especial aquelas que se dedicam ao desenvolvimento de *startups*, tema central deste livro, serão abordadas minuciosamente em capítulo destinado exclusivamente à abordagem do tema.

3

***STARTUP*: CONCEITO, CARACTERÍSTICAS GERAIS E POSSÍVEIS ESTRUTURAS**

3. *STARTUP*: CONCEITO, CARACTERÍSTICAS GERAIS E POSSÍVEIS ESTRUTURAS

Retomando a análise realizada no capítulo anterior, o uso do termo empreendedor pode ser entendido de forma genérica ou específica. No primeiro caso, o termo está se referindo a empreendedores que assumem riscos, enquanto que no segundo, além de assumirem riscos, os empreendedores precisam promover o desenvolvimento de inovações. A compreensão específica do termo empreendedor estabelece um limite às pessoas que ocupam tal função na sociedade, limite que se dá com base na atividade desempenhada.

Há uma grande diferença quantitativa entre os empreendedores que apenas assumem riscos e aqueles que, além dos riscos, também desenvolvem inovações, isso já foi tratado em momento anterior. Esta constatação pode ser percebida cotidianamente, basta pensar na quantidade de novos empreendimentos cujo desenvolvimento se presencia, seja de um familiar distante ou um amigo, e em seguida observar quantos deles desempenham atividades comuns, que podem ser encontradas em grande número no mercado, e quantos desenvolvem inovações para a sociedade, provavelmente essa segunda categoria se fará muito mais escassa que a primeira.

Ainda, é possível estabelecer uma subdivisão dentro da categoria de empreendedores em sentido estrito, dividindo seus integrantes em empreendedores e em *startups*. Antes de se tratar das particularidades envolvendo o conceito de *startup*, é importante que uma breve introdução acerca do seu surgimento seja apresentada.

3.1 SURGIMENTO DAS *STARTUPS*

Segundo FEIGELSON, FONSECA e NYBO (2018, s.p.) a utilização do termo *startup* para se referir a empresas pequenas e inovadoras remonta aos anos 1970, a partir de então, sua utilização teria se mantido quase imperceptível. Foi no final do século XX e início do século XXI

que o surgimento de *startups* ganhou força no mercado, impulsionado pelo significativo desenvolvimento tecnológico e econômico da época, em muito relacionado à propagação da internet.

A este respeito, o autor PAVANELLO atribui aos Estados Unidos o surgimento das primeiras *startups* e também conecta tais empreendimentos à internet:

Inicialmente concebidas no meio financeiro nos Estados Unidos, no início do milênio, as *startups* foram criadas por grupos de jovens com ideias inovadoras, e potenciais para aumentar lucros com custos muito baixos. Nesse modelo de negócio o melhor resultado é rapidamente obtido com receitas cada vez maiores sem incremento dos custos fixos. Por esse motivo as *startups* foram originalmente criadas na internet (PAVANELLO, 2019, p. 02).

Após a criação da internet muitas *startups* tiveram origem, como exemplo, é possível citar o desenvolvimento do *Yahoo!* e da *Amazon*. FEIGELSON, FONSECA e NYBO (2018, s.p.) ainda afirmam que o marco histórico de desenvolvimento de *startups* relacionadas à internet fixou-se no ano de 1993, quando o navegador *Mosaic* teria sido desenvolvido

O período inicial de desenvolvimento de *startups* relacionadas à internet era tão próspero aos empreendimentos surgidos nessa época que, segundo os autores, em dois anos, contados a partir de 1996, com a adoção de *Initial Public Offering*¹⁰ (IPO), que serão tratadas em momento oportuno, os empreendimentos citados no parágrafo anterior conseguiram quadruplicar o valor de suas ações (FEIGELSON; FONSECA; NYBO, 2018, s.p.).

Conhecido como “onda pontocom”, o período compreendido entre setembro do ano de 1998 e março do ano 2000 foi marcado pelo desenvolvimento de dezenas de *startups* semanalmente. A fé no futuro de sucesso que aguardava estes empreendimentos fez com que

10 Tradução livre: Oferta Pública Inicial.

muitos empregos com alta remuneração fossem deixados para trás pelos seus titulares, que arriscavam suas carreiras para iniciar uma *startup* ou integrar uma já existente. THIEL descreve o período como “[...] uma corrida do ouro do Vale do Silício: o dinheiro abundava, e não faltavam pessoas exuberantes, muitas vezes questionáveis, para caçá-lo” (THIEL, 2014, p. 18).

Neste sentido, REIS afirma que:

[...] com acesso à internet e a consequente criação das primeiras startups ‘ponto-com’ (startups baseadas na internet). O rápido sucesso alcançado por startups, em um momento em que os EUA passavam por uma recessão econômica, aqueceu o mercado financeiro americano e levou ao surgimento de inúmeras ‘ponto-com’ (REIS, 2018, p. 20).

A convicção de que era preciso investir nos novos empreendimentos, ainda que não estivessem devidamente estruturados, deu origem a uma bolha, que também ficou conhecida por dar início à utilização do termo *startup*:

A utilização do termo começou durante a crise das empresas ponto-com, entre 1996 e 2001. Na época, foi formada uma bolha especulativa caracterizada pela alta das ações das novas empresas de tecnologia da informação e comunicação alocadas no espaço da Internet. A Bolha da Internet, como ficou comumente conhecida, adotou e começou a utilizar o termo *startup* (BICUDO, 2021, s.p.).

Para THIEL, a insustentabilidade do período era clara, mas o autor compreende os motivos que levaram tantos empreendedores a acreditar em sua permanência, sendo um deles a significativa valorização provocada pelo simples acréscimo do termo *pontocom* em seus nomes. Afirma, ainda, que as *startups* adotavam um modelo

estrutural diferente: “as empresas mais ‘bem-sucedidas’ pareciam adotar um modelo antinegócios no qual perdiam dinheiro enquanto cresciam” (THIEL, 2014, p. 18).

As suspeitas de THIEL se concretizaram e a prosperidade do período pontocom não durou por muito tempo. Os investimentos nestes novos empreendimentos tecnológicos logo entraram em colapso, prejudicando a arrecadação dos empreendedores. THIEL explica o que houve:

É verdade que houve uma bolha na tecnologia. O final dos anos 1990 foi uma época de excesso de confiança: as pessoas acreditavam em ir de 0 a 1. Pouquíssimas startups estavam realmente chegando lá, e muitas nunca foram além de conversar a respeito. Mas as pessoas entendiam que não tínhamos escolha senão achar meios de fazermos mais com menos. A alta do mercado de março de 2000 foi obviamente um pico de insanidade. Menos óbvio, mas mais importante, foi também um pico de clareza. As pessoas previam o futuro distante, viam quanta tecnologia nova e valiosa seria necessária para chegarmos a ele com segurança e se julgavam capazes de criá-la (THIEL, 2014, p. 24).

Segundo o ESTADÃO, o colapso do período ponto com teve início após investidores perceberem que não receberiam o retorno devido pelo valor investido:

Após anos injetando recursos massivos no setor tecnológico, o mercado eventualmente seguiu seu caminho inevitável: os acionistas começaram a cobrar retornos das empresas.

No entanto, grande parte das companhias tinham pouca perspectiva de gerar lucros no futuro próximo. Na disputa por cada vez mais aportes, algumas empresas chegaram a gastar mais de 90% do seu capital em publicidade, ignorando a estratégia de

negócios e o desenvolvimento de produtos (ESTADÃO, 2021, s.p.).

A queda do período pontocom pode ser verificada por meio de dados apresentados pelo índice fornecido pela *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*¹¹ (NASDAQ), que atingiu seu ápice em março de 2000, fixando-se na casa dos 5.048 pontos nesta ocasião. A partir de então, iniciou-se um processo de queda repentino, que se estendeu pelas três semanas seguintes (THIEL, 2014, p. 19 e 22).

O índice voltou a subir em 14 de abril do ano 2000, época em que indicava uma quantidade inferior a 4.000 pontos. Apesar de apresentar algumas variações positivas ao longo dos anos, insuficientes para retomar o auge do período pontocom, o índice fornecido pela NASDAQ ficou próximo de atingir 1.000 pontos no final do ano 2002 (THIEL, 2014, p. 19 e 22).

O fim do período pontocom não encerrou o desenvolvimento de *startups*, pelo contrário, serviu de aprendizado, muito importante para os empreendedores que exercem as *startups* nos presentes dias. A partir de então, ocorreram alterações no panorama geral de desenvolvimento destes empreendimentos, que foram elencadas em 4 lições apresentadas por THIEL e que deveriam ser seguidas pelos desenvolvedores de *startups* a partir de então:

1. Faça avanços graduais

Visões grandiosas inflaram a bolha, portanto não devem ser cultivadas. Qualquer um que alegue ser capaz de fazer algo de grande é suspeito, e qualquer um que queira mudar o mundo deveria ser mais humilde. Pequenos passos graduais são o único caminho seguro à frente.

2. Permaneça enxuto e flexível

Todas as empresas precisam ser ‘enxutas’, o que é um código para ‘não planejadas’. Você não deve

11 Tradução livre: Associação Nacional de Corretores de Títulos de Cotações Automáticas.

saber o que sua empresa fará. Planejar é arrogante e inflexível. Em vez disso, você deve testar coisas, ‘iterar’ e tratar o empreendedorismo como uma experimentação agnóstica.

3. Melhore com base na concorrência

Não tente criar um mercado novo prematuramente. A única forma de saber que você dispõe de um negócio real é começar com um cliente já existente, de modo que você deve desenvolver sua empresa melhorando produtos reconhecíveis que já foram oferecidos por concorrentes de sucesso.

4. Concentre-se nos produtos, não nas vendas

Se seu produto requer publicidade ou vendedores para ser vendido, não é suficientemente bom: tecnologia significa basicamente desenvolvimento de produtos, não distribuição. A publicidade da era da bolha foi obviamente um desperdício, portanto o único crescimento sustentável é o crescimento viral (THIEL, 2014, p. 23 e 24).

Ao abordar o planejamento, que deve ser ignorado pelos desenvolvedores de *startups*, as lições apresentadas por THIEL aproximam-se dos pensamentos de SCHUMPETER (1997, p. 92), como apresentado em capítulo anterior, para quem o empreendedor não deve se preocupar com detalhes do empreendimento, mas sim seguir sua intuição.

As posições dos autores ainda convergem ao acreditarem que planejar ou detalhar suas ações prejudica mais o empreendedor do que sua não realização, pois retiraria da *startup* uma de suas principais características, a flexibilidade. A flexibilidade pode ser traduzida na possibilidade de se adaptar à nova realidade, descoberta ao longo do desenvolvimento da *startup*.

As lições citadas acima foram vistas como mandamentos que deveriam ser seguidos com o fim de se evitar uma nova bolha envolvendo a tecnologia, como a que havia ocorrido com as empresas pontocom nos anos 2000. Entretanto, THIEL apresenta 4 princípios

contrários às lições apresentadas que, na sua concepção, seriam mais corretos do que os anteriores: “1. Melhor arriscar com a ousadia do que com a trivialidade. 2. Um plano ruim é melhor que nenhum plano. 3. Mercados competitivos destroem os lucros. 4. As vendas importam tanto quanto o produto” (THIEL, 2014, p. 24).

A este respeito, o ESTADÃO (2021, s.p.) ainda apresenta 4 lições deixadas pela bolha do período pontocom para os investidores do futuro. A primeira lição é que valor de mercado não é geração de caixa. Em seguida, destaca que nem sempre o venture capital acerta. A terceira lição destaca a importância de diversificar o investimento. O quarto aprendizado diz respeito à importância do investidor estar atento aos sinais de alerta emitidos pelo empreendimento.

O surgimento de bolhas no mercado, como ocorrido com a onda pontocom, em muito prejudica o desenvolvimento posterior deste nicho do mercado, isto ocorre pois destrói a credibilidade que antes existia, surgindo em seu lugar a desconfiança e o medo de que a desvalorização repentina possa surpreender a todos novamente. As marcas deixadas pelo fim da bolha são cicatrizes difíceis de apagar.

3.2 CONCEITO DE *STARTUP*

Importante observar que o termo *startup* padece do mesmo mal que recai sobre o termo empreendedor, uma vez que não há um conceito específico que caracterize estes empreendimentos, mas diversos pesquisadores que unem esforços para afirmar, na sua concepção, o que deve ser entendido como *startup*.

Recentemente, o legislador brasileiro havia inserido no ordenamento pátrio uma definição de *startup*, tratava-se de modificação realizada pela lei complementar 167 de 2019, que incluía o artigo 65-A na lei complementar 123 de 2006. O novo artigo criava um regime especial simplificado, que tinha como objetivo incentivar a “criação, formalização, desenvolvimento e consolidação como agentes

indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e renda” (BRASIL, 2006, s.p.) de *startups* ou empresas de inovação.

A definição legal de *startup* estava presente no parágrafo primeiro do artigo 65-A, que afirmava ser uma *startup* “[...] a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos [...]” (BRASIL, 2006, s.p.). Em seguida, mas no mesmo dispositivo legal, o legislador tratava de dividir as *startups* em dois grupos, levando em consideração o objeto sob o qual recaia sua atuação: “[...] quando já existentes, caracterizam startups de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam startups de natureza disruptiva” (BRASIL, 2006, s.p.).

Se comparada com outras definições de *startup*, percebe-se que a definição legal não era tão completa como seria necessário. O legislador havia limitado a *startup* ao desenvolvimento de inovações, deixando de lado assuntos como flexibilidade e escalabilidade do empreendimento que, quase sempre são objeto de análise por pesquisadores do tema.

Após definir o termo *startup*, o legislador ainda apresentava mais uma característica dos empreendimentos que se enquadram nesse conceito. Tratava-se do risco assumido pelo empreendedor que, como visto em momento oportuno, é inerente à atividade desenvolvida. Conforme dizia o parágrafo segundo do artigo 65-A:

As startups caracterizam-se por desenvolver suas inovações em condições de incerteza que requerem experimentos e validações constantes, inclusive mediante comercialização experimental provisória, antes de procederem à comercialização plena e à obtenção de receita (BRASIL, 2019, s.p.).

O trecho citado apresentava outra importante informação. Haja vista nem sempre ser possível prever como a população irá reagir à inovação inserida no mercado por uma *startup*, em momento anterior à produção da inovação em larga escala, é importante que tais

empreendimentos produzam protótipos para testar a funcionalidade e aceitação por parte dos cidadãos. Deste modo, evitam produzir ou desenvolver, em grande escala, algo que não proporcionará lucros.

Dentre as alterações legais ocorridas no ano de 2021, a promulgação da lei complementar 182 trouxe mudanças para o regime das *startups*. Conhecida como marco legal das *startups*, a nova lei revogou alguns dispositivos da lei complementar 123 de 2006, dentre eles dispositivos que conceituavam o termo no âmbito legal e que haviam sido inseridos pela lei complementar 167 de 2019.

Com a nova redação, a definição de *startup* apresentada pelo marco legal está disponível no caput do artigo 4º da lei complementar 182, que afirma que “são enquadradas como *startups* as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados” (BRASIL, 2021, s.p.).

Além dos dizeres apresentados pelo caput do artigo 4º, o parágrafo primeiro do mesmo dispositivo preocupou-se em apresentar requisitos para que determinado empreendimento possa ser considerado uma *startup*, tratam-se de requisitos claros, objetivos e de fácil verificação. Diante da nova realidade, os dispositivos estabelecem renda bruta limite e tempo de constituição para que o empreendimento possa ser considerado uma *startup* e assim, gozar de benefícios disponibilizados por programas governamentais, conforme informações abaixo:

§ 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples: I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário

anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;
II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; (BRASIL, 2021, s.p.)

O parágrafo ainda conta com um terceiro inciso, que dispõe sobre dois requisitos alternativos a serem cumpridos pela *startup*. Para tanto, o empreendimento deverá declarar a utilização de modelos inovadores de negócio ou se enquadrar no Inova Simples. Percebe-se, ainda, que a norma faz referência a outros dispositivos legais, com o fim de complementar o que está sendo dito:

III - que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo:

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2021, s.p.).

Para melhor compreensão dos dispositivos, importante apresentar a definição de inovação demonstrada pela mesma lei complementar, que consiste na:

[...] introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho (BRASIL, 2004, s.p.).

Em relação ao regime Inova Simples, acima citado, importante observar que trata-se de um regime apresentado pela lei como sendo especial e simplificado. Sua criação se deu por meio do artigo 65-A, que na íntegra afirma:

Fica criado o Inova Simples, regime especial simplificado que concede às iniciativas empresariais de caráter incremental ou disruptivo que se autodeclarem como empresas de inovação tratamento diferenciado com vistas a estimular sua criação, formalização, desenvolvimento e consolidação como agentes indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e renda (BRASIL, 2006, s.p.).

A definição citada, referente ao Inova Simples, incluída no ordenamento pelo marco legal das *startups*, revogou a definição apresentada pelo antigo artigo 65-A. Se comparada com a redação anterior, o novo texto conta apenas com uma alteração, haja vista ter suprimido o termo *startup*, mantendo apenas empresas de inovação. Haja vista a inovação ser a principal característica apontada pela atual definição legal de *startup*, é provável que o legislador tenha se dado conta da redundância existente na manutenção dos termos *startups* e empresas de inovação, uma vez que a primeira pode ser reconhecida dentro da segunda.

Dentre as muitas vantagens oferecidas às empresas inovadoras enquadradas no Inova Simples, que incluem as *startups*, permite-se a utilização do rito sumário para constituição e fechamento do empreendimento, bastando a declaração de fracasso da empresa para o cancelamento de seu CNPJ. A citada medida permite que a ação ocorra de forma simplificada e automática, utilizando-se para tanto do ambiente virtual disponibilizado pela Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios. O sistema ainda conta com formulários digitais próprios, a fim de facilitar o procedimento (BRASIL, 2006, s.p.).

O Inova Simples também apresenta vantagens em relação ao endereço do empreendimento, ao informá-lo, o empreendedor poderá optar por diversos locais com os quais mantenha vínculo. A este respeito, importante demonstrar o que diz o inciso IV, parágrafo 4, do artigo 65-A:

Definição do local da sede, que poderá ser comercial, residencial ou de uso misto, sempre que não proibido pela legislação municipal ou distrital, admitindo-se a possibilidade de sua instalação em locais onde funcionam parques tecnológicos, instituições de ensino, empresas juniores, incubadoras, aceleradoras e espaços compartilhados de trabalho na forma de coworking (BRASIL, 2006, s.p.).

Sabe-se que o desenvolvimento de inovações é também uma corrida contra o tempo. Não basta desenvolver e implantar a inovação, é muito importante ser o primeiro a apresentá-la à sociedade, assim, o empreendedor ganha certa vantagem em relação aos seus concorrentes no mercado. A este respeito, é possível citar o desenvolvimento de carros com novos modelos e tecnologias. Com o fim de proteger tais informações durante o período de testes, normalmente estes automóveis são vistos com revestimentos próprios, a fim de impedir ou dificultar o reconhecimento da inovação que está prestes a ser lançada no mercado.

Tendo em vista que o Inova Simples é ferramenta que visa contribuir para empresas inovadoras, apresentar alterações legais com o propósito de contribuir para a proteção das inovações desenvolvidas por essas empresas mostrou-se necessário. Neste sentido, a lei passou a prever que empresas integrantes do Inova Simples teriam prioridade na análise dos pedidos de patente, assim como no registro de marcas (BRASIL, 2006, s.p.). Esta medida favorece o desenvolvimento de inovações e incentiva o empreendedor a continuar com seus experimentos.

Outra vantagem diz respeito à emissão de CNPJ, a lei afirma que a inserção correta dos dados no sistema permitirá a emissão automática de CNPJ específico para a empresa. A comercialização limitada de produtos ou serviços em fase de testes também está prevista para as empresas integrantes do Inova Simples, diz-se limitada, pois a arrecadação com a comercialização experimental não poderá ultrapassar o limite arrecadatório imposto aos MEIs, atualmente fixado em R\$81.000,00 (BRASIL, 2006, s.p.). Ainda é cedo para avaliar a reação e o impacto da nova legislação à criação e manutenção das *startups*, mas espera-se que efeitos positivos sejam percebidos com o passar dos anos.

Outra perspectiva de grande peso e que precisa ser levada em consideração é a definição de *startup* apresentada pelo SEBRAE, seu posicionamento é importante por ser a entidade privada responsável por incentivar o empreendedorismo no país e por estar em contato direto com a atividade empreendedora, sendo assim, é preciso compreender o que a entidade tem a dizer:

Um startup é uma empresa nova, até mesmo embrionária ou ainda em fase de constituição, que conta com projetos promissores, ligados à pesquisa, investigação e desenvolvimento de ideias inovadoras. Por ser jovem e estar implantando uma ideia no mercado, outra característica dos startups é possuir risco envolvido no negócio. Mas, apesar disso, são empreendimentos com baixos custos iniciais e são altamente escaláveis, ou seja, possuem uma expectativa de crescimento muito grande quando dão certo (SEBRAE, s.d., p. 02).

Em sua definição, o SEBRAE apresenta uma característica negativa das *startups*, trata-se do risco inerente ao empreendimento. Importante observar que o principal objetivo da entidade é auxiliar o empreendedor para que seu negócio prospere, sendo assim, não poderia deixar de apresentar esse problema, uma vez que precisa

deixar claro ao empreendedor a realidade que terá que enfrentar ao dar início em sua *startup*.

A ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES (ANPROTEC) também apresentou seu conceito para o termo *startup*, que pode ser visto a seguir:

“[...] uma empresa jovem com um modelo de negócios repetível e escalável em um cenário de incertezas e soluções a serem desenvolvidas. Embora não se limite apenas a negócios digitais, uma *startup* necessita de inovação para não ser considerada uma empresa de modelo tradicional” (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 10).

Em artigo escrito por Fúlvio Longhi para a plataforma IMasters, o autor conceitua *startup* como sendo “pequenas empresas que são montadas em casa ou em faculdades e que recebem pequenos aportes de capital. Elas exploram áreas inovadoras de determinado setor (mais comumente a de tecnologia)” (LONGHI, 2011, s.p.). O autor relaciona estes empreendimentos à possibilidade de desenvolvimento ainda nos meses iniciais, que é viabilizado pelos investimentos realizados por fundos especializados, responsáveis pela promoção e aceleração do crescimento (LONGHI, 2011, s.p.).

LONGHI, quanto ao local de desenvolvimento inicial das *startups*, cita as faculdades como importante nascedouro dessas. É importante notar que no Brasil o desenvolvimento de um empreendimento dentro da academia não é tão comum como em outros países do mundo, em especial os Estados Unidos em que as faculdades se tornaram palco de desenvolvimento de *startups* que não só impactaram seu país de origem, mas a forma com que o mundo se relaciona.

As faculdades apresentam um papel de destaque no desenvolvimento de *startups* de sucesso por disponibilizarem espaço, tecnologia e conhecimento técnico para que estes empreendimentos

evoluam da melhor forma possível. Para as *startups* este auxílio é de grande ajuda, uma vez que, normalmente desenvolvem suas atividades por vários anos sem que o empreendimento apresente lucro aos envolvidos. Desenvolver a *startup* com o apoio de uma faculdade reduz os custos do empreendimento e fornece conhecimento técnico pelo qual os empreendedores, em muitos casos, não poderiam pagar.

Dentre os pesquisadores que dedicaram tempo ao estudo das *startups* estão os autores BLANK e DORF, que defendem que a *startup* não pode ser considerada simplesmente como uma grande companhia disposta em uma versão menor. A *startup*, para os autores, deve ser compreendida como “uma organização temporária em busca de um modelo de negócio escalável, recorrente e lucrativo. No início, o modelo de negócio de uma *startup* caracteriza-se pela flexibilidade de ideias e suposições, mas não tem clientes e nada sabe sobre eles” (BLANK; DORF, 2014, p. 19).

Os citados autores destacam que as *startups* não podem ser organizadas utilizando-se como base estruturas rígidas, essa característica é de grande importância para os empreendedores, haja vista que, diante da novidade que se está inserindo no mercado, é possível que seja preciso readequar a inovação para que supra a real necessidade dos consumidores. Sendo assim, é imprescindível que o empreendedor esteja preparado para a mudança.

Os autores Eduardo Goulart Pimenta e Luciana de Castro Bastos se dedicaram a diferenciar *startups* de outros empreendimentos empresariais, para quem a grande peculiaridade das *startups*:

[...] talvez esteja no fato de pautar suas atividades a partir da tecnologia, que se reflete no oferecimento de inovadores produtos ou serviços ao mercado. Elas exploram áreas inovadoras de determinado setor (geralmente de tecnologia), possuindo uma aceleração de crescimento muito alta já nos primeiros meses de existência face a aplicação de capital realizada por fundos de investimento especializados (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 71).

Em outro momento, PIMENTA, agora em coautoria com LANA, apresentam outras informações acerca das *startups*, abordando, inclusive, a tradução do termo para o português:

[...] revela-se errado classificar qualquer empresa (atividade) recém fundada ou pequeno negócio como se fosse uma startup, afinal, o que define esse tipo de empreendimento é o potencial de crescimento rápido e vertiginoso. Ou seja, a essência da startup é sua capacidade de escalar o negócio e crescer rapidamente. Ao se traduzir a palavra startup para o português, chega-se a termos como ‘arranque’, ‘inicialização’, ‘partida’ e ‘lançamento’. Isso é justamente o que buscam: dar a partida em negócios inovadores, arrancando na frente com soluções criativas que atingem milhões de pessoas. Já na concepção de investidores, a startup é uma oportunidade de alto risco, todavia, com possibilidade de retornos promissores (PIMENTA; LANA, 2020, p. 10).

Em seu livro “A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas”, Eric Ries também apresenta uma definição ao termo *startup*. Para o autor, “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza” (RIES, 2012, p. 26). Apresentar um conceito curto é algo proposital, para RIES o que é omitido pelo conceito é mais importante do que o que é dito expressamente por ele.

Ao analisar os componentes do conceito criado por RIES para definir *startups*, percebe-se que seu diferencial está em dizer que uma *startup* é uma “instituição humana”. RIES acredita que esses empreendimentos não podem ser resumidos às partes que os constituem, para o 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” (RIES, 2012, p. 27).

Há quem restrinja a definição de *startup* a apenas uma característica, afirmando que as demais seriam consequências dessa de maior importância. É o que defende Paul Graham, que acredita que o aspecto mais importante e capaz de diferenciar uma *startup* dos demais empreendimentos comuns seja a possibilidade de crescimento rápido. Como pode ser visto a seguir:

A startup is a company designed to grow fast. Being newly founded does not in itself make a company a startup. Nor is it necessary for a startup to work on technology, or take venture funding, or have some sort of ‘exit.’ The only essential thing is growth. Everything else we associate with startups follows from growth¹² (GRAHAM, 2012, s.p.).

O crescimento rápido a que GRAHAM (2012, s.p.) se refere pode ser entendido de duas formas. A primeira refere-se à necessidade do empreendimento atender a demanda para a qual foi criado e a segunda refere-se à natureza do empreendimento, alguns não suportam a expansão. Para exemplificar como a natureza do empreendimento pode ser um empecilho ao seu rápido crescimento, o autor compara uma barbearia com um mecanismo de busca na internet, esse último pode atender a milhares de pessoas simultaneamente, enquanto que aquele, em razão da individualidade com que fornece seus serviços, não poderia crescer na mesma proporção que o segundo, salvo raríssimas exceções.

12 Tradução livre: uma startup é uma empresa projetada para crescer rápido. Ser recém-fundada não faz de uma empresa uma startup por si só. Nem é necessário que uma startup trabalhe com tecnologia, ou aceite financiamento de risco, ou tenha algum tipo de ‘saída’. A única coisa essencial é o crescimento. Tudo o mais que associamos a startups vem do crescimento.

Em matéria publicada em 2016 pela revista Exame, Yuri Gitahy tece breves comentários sobre a definição de *startup*. GITAHY apresenta definições adotadas por outras pessoas e, ao final, estabelece o que para ele deve ser entendido como *startup*:

Muitas pessoas dizem que qualquer pequena empresa em seu período inicial pode ser considerada uma *startup*. Outros defendem que uma *startup* é uma empresa com custos de manutenção muito baixos, mas que consegue crescer rapidamente e gerar lucros cada vez maiores. Mas há uma definição mais atual, que parece satisfazer a diversos especialistas e investidores: uma *startup* é um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza (GITAHY, 2016, s.p.).

A ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS, ao criar seu estatuto, acabou demonstrando as características que entende serem necessárias para a configuração de uma *startup*. Tais características estão presentes no artigo 5º, inciso primeiro do estatuto social da associação, que diz que sua finalidade é “representar, perante a sociedade e o poder público em todos os seus níveis, os interesses das empresas nascentes de base tecnológica e de inovação que trabalham em condições de extrema incerteza” (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS, s.d., p. 01).

É possível observar que o estatuto social citado não foi criado com o objetivo de apresentar a definição de *startup*, caso contrário o teria feito em artigo específico, demonstrando as especificidades de sua definição, entretanto, ao delimitar sua finalidade, a associação foi levada a caracterizar as instituições que representa, demonstrando, de forma clara, a definição adotada pela associação quanto ao termo.

Por fim, percebe-se que algumas características marcaram presença em mais de uma definição, como é o caso do empreendimento ser flexível, repetível, escalável, fundado em ideias inovadoras

e desenvolvido em um ambiente de incertezas. Reconhecida a importância das características que mais se destacaram nos conceitos doutrinários, optou-se por utilizá-las para conceituar o termo *startup* na presente obra, para tanto, serão analisadas individualmente a seguir.

Diante das incertezas que rondam a *startup*, tais como a falta de conhecimento acerca de seus consumidores quanto a aceitabilidade do produto que se quer fornecer, a flexibilidade é uma característica imprescindível à *startup*, uma vez que é possível que tenha que se adaptar à realidade com a qual se deparar, só assim poderá sobreviver ao mercado.

Ser repetível também é outra característica importante e pode ser traduzida na possibilidade do produto fornecido pela *startup* poder ser aplicado em outras localidades ou utilizado por muitos sem que perca qualidade, ou seja, é a possibilidade da abrangência do produto ou serviço ser multiplicada rapidamente.

De forma geral e simplificada, dizer que a *startup* é um empreendimento escalável é o mesmo que afirmar que a *startup* está sujeita a rápido crescimento, ou seja, sujeita a receber grande aporte de usuários ou de clientes, o que pode contribuir para um aumento repentino nos lucros obtidos, sem que haja um aumento nos custos de manutenção da *startup* na mesma proporção de seu crescimento.

Como apresentado no início do presente capítulo, desenvolver ideias inovadoras é uma das características que diferencia a *startup* dos demais empreendimentos comuns. Em sua maioria, as *startups* são desenvolvidas no ambiente virtual e apresentam produtos ou serviços que, em regra, são fornecidos e consumidos por meio da internet, característica que interfere em outras, facilitando a duplicação e escalabilidade do empreendimento.

Em sua maioria os empreendimentos desenvolvem-se em ambientes de incerteza, no entanto, tratando-se de *startup*, percebe-se que esta característica se agrava ainda mais. Isso se deve, principalmente, pela novidade que é apresentada pela *startup*, assim, não é possível saber qual será a reação dos consumidores diante do

novo produto ou serviço. Outro problema é a ausência de receita, normalmente as *startups* se desenvolvem por longos períodos sem que tenham lucros com a atividade. Esse assunto será tratado em maiores detalhes a seguir.

3.3 A RELAÇÃO ENTRE *STARTUP*, RISCO E ACESSO A INVESTIMENTO

Como visto acima, em vários momentos, as *startups* são definidas como empreendimentos que se desenvolvem em situações de incerteza. Isto ocorre por diversas razões, que podem estar relacionadas ao produto desenvolvido; por não ser possível prever se irá atender às exigências existentes; quanto à aceitação por parte do mercado; ou ainda, é possível que o empreendimento, mesmo na melhor hipótese, não produza lucro relevante aos envolvidos. Diante das inúmeras possibilidades de acontecimentos que podem causar o encerramento da *startup*, entende-se que essas estão inseridas em um contexto de risco e instabilidade.

Assim como em outros empreendimentos, é provável que ao desenvolver suas atividades, o empreendedor à frente da *startup* precise de recursos financeiros para desenvolver ou ampliar seus negócios. Neste sentido, a citação a seguir aborda a dificuldade enfrentada por *startups* para conseguirem os recursos necessários para o desenvolvimento próprio:

Young innovative firms that operate in high-tech industries (new technology-based firms, NTBFs) play a crucial role for employment creation, for the development of radically new technologies, and more generally, for the growth and competitiveness of the economic system (Audretsch 1995). However, these firms find it more difficult than their larger, more established counterparts to obtain access to external financing (Carpenter and Petersen 2002; Hall 2002;

Denis 2004) and other external resources. In turn, lack of adequate resources hurts the development of these firms and may even threaten their survival, with obvious negative effects on social welfare¹³ COLOMBO; LUUKKONEN; MUSTAR; WRIGHT, 2010, p. 261.

Não se está defendendo a ideia de que o investidor deve realizar aportes financeiros sem nenhum cuidado, pelo contrário, é preciso decidir com cautela, para que se evite a perda de patrimônio. Apesar da decisão sobre investir ou não em um empreendimento de risco ser pessoal, explica ASSAF NETO que ao realizar um investimento de risco, o investidor deverá ponderar o risco envolvido e o retorno pretendido, informações que devem ser inseridas no que o autor chama de curva de indiferença (ASSAF NETO, 2020, p. 150).

Continua o autor afirmando que “essa curva é compreendida como um reflexo da atitude que um investidor assume diante do risco de uma aplicação e do retorno produzido pela decisão e envolve inúmeras combinações igualmente desejáveis”, que “visa avaliar a reação de um investidor de mercado diante de diferentes alternativas de investimentos, demonstrando aquelas capazes de satisfazer a suas expectativas de risco/retorno” (ASSAF NETO, 2020, p. 150).

Os autores PINDYCK e RUBINFELD trataram da curva de indiferença no âmbito do consumo. Para aclarar a teoria, utilizaram como exemplo cestas repletas de mercadorias, que poderiam ser alimentos ou vestuário. Os produtos foram dispostos nas cestas de forma irregular, ou seja, algumas cestas possuíam mais alimentos e

13 Tradução livre: “Jovens empresas inovadoras que operam em indústrias de alta tecnologia (novas empresas de base tecnológica, NTBFs) desempenham um papel crucial para a criação de empregos, para o desenvolvimento de tecnologias radicalmente novas e, de forma mais geral, para o crescimento e competitividade do sistema econômico (Audretsch 1995). No entanto, essas empresas acham mais difícil do que suas contrapartes maiores e mais estabelecidas obter acesso a financiamento externo (Carpenter e Petersen 2002; Hall 2002; Denis 2004) e outros recursos externos. Por sua vez, a falta de recursos adequados prejudica o desenvolvimento dessas empresas e pode até ameaçar a sua sobrevivência, com óbvios efeitos negativos no bem-estar social”.

menos vestuário, enquanto outras possuíam mais vestuário e menos alimentos, de modo que independentemente da cesta escolhida, o consumidor ficaria satisfeito (PINDYCK; RUBINFELD, 2014, p. 69).

O exemplo citado pelos autores materializa o que a teoria diz sobre a curva de indiferença, que foi conceituada pelos autores da seguinte forma: “uma curva de indiferença representa todas as combinações de cestas de mercado que fornecem o mesmo nível de satisfação para um consumidor. Para ele, portanto, são indiferentes as cestas de mercado representadas pelos pontos ao longo da curva” (PINDYCK; RUBINFELD, 2014, p. 69).

Deste modo, inserindo as informações na curva de indiferença, é possível ao investidor comparar as características presentes em cada possibilidade, escolhendo aquela que mais lhe agrade. Incorporando o exemplo à realidade dos investimentos, será mais interessante ao investidor optar por investimentos, quando em um mesmo nível de risco, que apresentem maior rentabilidade; se com a mesma rentabilidade, pelo que apresente menor risco.

Para melhor compreensão, é possível atrelar a rentabilidade ao risco, quanto maior o risco, maior a rentabilidade (ASSAF NETO, 2020, p. 151), caso contrário, o processo de busca por investidores seria prejudicado, haja vista o investidor buscar a maior rentabilidade diante do menor risco, se afastando de investimentos com grande risco e pouca rentabilidade. Ou seja, estes dois fatores devem ser utilizados a fim de viabilizar o investimento, mesmo diante da existência de riscos.

Neste sentido, as autoras IZEPÃO, BRITO e BERGOCE afirmam que, após analisar todas as opções disponíveis, existirão parâmetros claros para se analisar o gráfico criado:

a escolha ótima do consumidor será a que se encontra na maior curva de indiferença possível, mas dentro da restrição orçamentária do indivíduo. Graficamente esta escolha ótima do consumidor consiste no ponto de tangência entre a linha de restrição orçamentaria

e a mais alta curva de indiferença (IZEPÃO; BRITO; BERGOCE, 2020 p. 60).

Em seguida, ASSAF NETO diferencia dois tipos de risco, que segundo o autor compõem o risco total de qualquer ativo, são eles: o risco sistemático ou conjuntural e o risco não sistemático ou próprio do ativo:

O risco *sistemático* é inerente a todos os ativos negociados no mercado e é determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Não há como evitar totalmente o risco sistemático e a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para redução desse risco, que atua somente sobre o risco diversificável (não sistemático).

O risco definido por *não sistemático* é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si. Por exemplo, as carteiras diversificadas costumam conter títulos de renda fixa e de renda variável, os quais são atingidos de maneira diferente diante de uma elevação de juros da economia; as ações de empresas cíclicas (montadoras de veículos, construção civil etc.), de maior risco, costumam compor carteiras com ações de negócios mais estáveis (menos cíclicos) diante das flutuações da conjuntura econômica, como indústrias de alimentos; e assim por diante (ASSAF NETO, 2020, p. 148).

O autor ainda afirma ser preciso utilizar a probabilidade para mensurar o risco que se está assumindo, que poderá ser aplicada de

forma objetiva ou de forma subjetiva, estando a primeira relacionada à experiência acumulada no passado ou séries históricas de informações e dados. Por outro lado, a subjetiva relaciona-se a experiências anteriores do investidor, seu conhecimento e intuição (ASSAF NETO, 2020, p. 148).

Há também quem diferencie o risco sistemático do risco não sistêmico, com base na forma com que a alteração impacta investidores e investimentos. A este respeito:

o risco não sistêmico também conhecido como risco não sistemático ou risco específico é o tipo de risco inerente ao ativo. Ou seja, este tipo de risco está relacionado com os aspectos particulares da empresa ou empresas que atuam em determinado segmento (JEHNIFFER, 2021, s.p.).

ASSAF NETO (2020, p. 157) apresenta em seu livro uma tabela idealizada por FARRELL, nela, o autor descreve o conflito existente entre retorno pelo risco assumido e o nível do risco em si. Os resultados são demonstrados por meio de uma reta crescente, conhecida por *Capital Market Line*¹⁴ (CML), que se inicia pela modalidade de investimento que apresenta menor risco e por consequência menor retorno financeiro e parte em direção ao investimento detentor de maior risco e por consequência mais rentável, na concepção do autor.

Para facilitar a compreensão das informações acima, importante destacar o caminho percorrido pela CML do seu ponto de partida até seu ponto de chegada. No início da reta estão os “títulos públicos renda fixa”, detentores de menor rentabilidade e riscos, em seguida estão os “títulos privados renda fixa”, posteriormente cita-se os “bens imóveis”, chega-se então ao centro da linha. Do lado em que a reta apresenta maiores rendimentos associados a maiores riscos, estão as “ações internacionais”, em seguida as “ações locais” e por fim o “capital de

14 Tradução livre: “reta de mercado de capitais”.

risco”, investimento mais arriscado, porém, o mais rentável de todos os citados (ASSAF NETO, 2020, p. 157).

Apesar do risco ser inerente ao investimento, principalmente quando se trata de investimento em *startup*, é imprescindível analisar a seriedade do empreendimento, de seus fundadores e também o mercado em que está inserido, verificando assim as chances de sucesso do mesmo. Desta forma, é possível afastar parte do risco, tornando o investimento de certo modo mais seguro.

3.4 PANORAMA DAS STARTUPS NO BRASIL SEGUNDO A ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS

Como discutido no primeiro capítulo deste livro, o capital é elemento imprescindível aos empreendedores entendidos de forma genérica, desse modo, tal característica encontra-se presente também nas *startups*. A inexistência de capital para criar ou ampliar a *startup* fará com que os empreendedores, que se posicionam à frente do empreendimento, busquem em terceiros, pessoas físicas ou jurídicas, os recursos necessários. A necessidade de capital é tão relevante para as *startups* que foi tema de algumas perguntas presentes na pesquisa realizada pela ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS (ABSTARTUPS) e ACCENTURE no ano de 2017.

A pesquisa desenvolvida pela ABSTARTUPS e ACCENTURE (2017, p. 32) questionou 3.000 entrevistados, espalhados por todo o país, sobre o acesso ao capital. Pouco mais de 39% dos entrevistados responderam estarem satisfeitos, dos quais cerca de 7% responderam ótimo e pouco mais de 32% responderam bom. Dos demais entrevistados, mais de 21% disseram que o acesso ao capital é ruim e mais de 38% responderam ser regular.

Diante da dificuldade de se acessar recursos o resultado não poderia ser outro, mais de 76% dos entrevistados afirmaram que a fonte inicial de investimento para a *startup* teria sido as próprias reservas financeiras dos sócios, figurando esses no primeiro lugar. Em

segundo lugar estão os investimentos anjo, com pouco mais de 9%. Em terceiro lugar está a opção escolhida por 4,5% dos entrevistados, a subvenção econômica (ABSTARTUPS; ACCENTURE, 2017, p. 31).

Após a constatação das dificuldades enfrentadas pelos empreendedores que desenvolvem *startups*, a associação propõe que algumas alterações sejam realizadas com o fim de permitir melhorias e evoluções na área. Quanto ao acesso ao capital, a associação acredita que a situação pode ser melhorada ao “criar incentivos fiscais para aceleradoras e investidores anjos; criar incentivos fiscais para fundos de Seed Capital, Venture Capital e Venture Debt; diminuir a responsabilidade do investidor; criar facilidades de crédito” (ABSTARTUPS; ACCENTURE, 2017, p.12).

A pesquisa realizada no ano de 2017 repetiu-se em 2020, agora, promovida apenas pela ABSTARTUPS. Diante da nova realidade vivida, o questionário foi ampliado para apresentar informações ainda mais precisas e também abordar as particularidades causadas pela pandemia de covid-19. As indagações relacionadas a aquisição de investimentos foram mantidas no novo questionário e quando calculada a média dos percentuais, informam aos leitores que 75% das *startups* entrevistadas nunca receberam investimentos.

A pesquisa não aborda o motivo da ausência de investimento, ou seja, não é possível saber se houve desinteresse por parte do empreendedor, que talvez possuísse os valores necessários para desenvolver a *startup*, ou dos investidores. No entanto, é possível que tenha ocorrido a segunda opção, haja vista ter sido uma reclamação de boa parte dos entrevistados nos resultados obtidos ano de 2017.

Os dados ainda demonstram outro grande problema, trata-se da falta de infraestrutura para acolher as *startups* e auxiliar esses empreendimentos a superar suas dificuldades iniciais típicas e a desenvolver seus objetivos, trabalho realizado principalmente por incubadoras e aceleradoras. Em três regiões do Brasil, Centro-oeste, Nordeste e Norte, mais de 50% das *startups* nunca foram incubadas, pré-aceleradas ou aceleradas, nessa última região o índice é superior

a 58%. Nas Regiões Sul e Sudeste o percentual também se apresenta alto, superior a 48% (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

Diante do baixo índice de *startups* que receberam investimentos, ao analisar os resultados obtidos pela pesquisa promovida pela ABSTARTUPS, percebe-se que, apesar de cada região do país apresentar dados diversificados acerca das modalidades de investimentos utilizadas, há uma preferência pelas modalidades “investidor anjo”, “aceleradora” e “seed”. As três modalidades de investimento citadas representam 100% do investimento concedido a *startups* na Região Centro-oeste e mais de 90% nas Regiões Nordeste, Sudeste e Sul (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

Dentre as três modalidades o investidor anjo é a que mais se destaca, ultrapassando os 50% no Centro-oeste e mostrando-se como mais escolhido no Nordeste, Sul e Sudeste. Na Região Norte, o investidor anjo aparece em segundo lugar, a modalidade de investimento que se destaca é a *seed*, que concentra mais de 37% dos investimentos (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

A pesquisa ainda buscou informações para verificar a capacidade da região em que a *startup* está inserida, para suprir a demanda de investimentos pelos empreendedores. Das *startups* que receberam investimento nas Regiões Norte e Nordeste, a maior parte desses recursos vieram de outros estados da Federação, importante observar que em ambas as regiões o investimento local figurou em segundo lugar (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

Nas Regiões Sul e Sudeste as *startups* que receberam investimentos, em sua maioria, tiveram como apoiadores de suas ideias investidores locais, seguidos de investidores do mesmo estado (ABSTARTUPS, 2020, s.p.). Importante destacar que, como se sabe, estas regiões concentram grandes centros industriais do país, como consequência, é de se esperar que movimentem mais riquezas do que outras regiões, além de serem marcadas pela presença de boa parcela das *startups* existentes no país.

Apesar da maior parte dos investimentos terem origem nacional, parcela dos recursos investidos em *startups* brasileiras vieram do

exterior. É o que aponta a pesquisa realizada pela ABSTARTUPS (2020, s.p.) que identificou um percentual de investimento internacional superior a 12% em *startups* desenvolvidas na Região Sudeste. Nas demais Regiões o investimento internacional foi baixo, fixando-se a média nacional em pouco mais de 6%, segundo dados da pesquisa.

3.4.1 IMPACTOS DA PANDEMIA

Diante do cenário ímpar vivido atualmente pelo Brasil, questionou-se às *startups* quanto aos impactos causados pela pandemia provocada pelo covid-19 em seus empreendimentos. Segundo os entrevistados, a maior alteração foi percebida “na aquisição de clientes e vendas”, opção cuja média nacional ultrapassou os 50%. Alterações causadas pela pandemia também foram percebidas em relação ao processo de “negociação de investimento”, que afetou mais de 16% dos entrevistados (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

Outro ponto bastante impactado pela pandemia foi a lucratividade dos empreendimentos, compreendidos em sua concepção geral. Neste sentido, as medidas adotadas no combate a pandemia dificultaram o exercício de algumas atividades, como bares e restaurantes, diminuindo a lucratividade dessas empresas. Com a redução repentina do lucro, muitos empreendimentos precisaram fechar suas portas, na esperança de que um recomeço pudesse ocorrer após o período atípico vivido.

Importante destacar que não se pode e não se quer generalizar a forma com que os empreendimentos lidaram com a pandemia, haja vista que enquanto algumas atividades foram drasticamente prejudicadas, como as citadas acima, outras encontraram neste período um momento ideal para aprimoramento e ampliação de suas empresas, neste sentido, é possível citar empresas que atuam na confecção de máscaras e na produção de álcool em gel.

Apesar da pandemia ter causado um grande impacto no faturamento das empresas de um modo geral, no tocante às *startups*,

seu faturamento parece não ter sofrido baixas na mesma proporção, para a alegria dos empreendedores. Constatou-se que pouco mais de 33% dos entrevistados perceberam uma diminuição de seu faturamento em razão da pandemia. Do percentual restante, pouco mais de 42% das *startups* mantiveram seu faturamento (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

A outra parcela das *startups*, percentual superior a 24%, apresentaram um aumento em seu faturamento (ABSTARTUPS, 2020, s.p.). É importante lembrar que apesar da maioria dos empreendimentos enfrentarem a pandemia como um problema a ser superado, há uma outra parcela de empreendedores que encontraram na pandemia o momento certo para ampliar seus negócios.

Percebe-se que foram beneficiados pela pandemia aqueles empreendedores que de alguma forma conectam-se à tecnologia, por meio da qual oferecem produtos ou serviços. Como exemplo dos nichos do mercado que foram potencializados pela pandemia é possível citar os que utilizam a tecnologia *streaming*, que permite o acesso a entretenimento como filmes e séries, e aqueles que promovem a comunicação online (BBC NEWS, 2020, s.p.).

Ainda quanto ao faturamento, é importante observar que normalmente as *startups* desenvolvem suas atividades por muito tempo sem que o empreendimento produza retorno financeiro aos seus idealizadores. Isto ocorreu com o PayPal que, após estar pronto e disponível para ser gerenciado, precisava de usuários que realizassem transações para que sua existência se tornasse viável:

[...] não tínhamos clientes o suficiente, o crescimento era lento e as despesas cresciam. Para o PayPal funcionar, precisávamos atrair uma massa crítica de ao menos um milhão de usuários. A publicidade era ineficaz demais para justificar o custo. Acordos potenciais com os grandes bancos não deslanchavam. Assim, decidimos pagar às pessoas para se cadastrarem.

Oferecemos aos clientes novos 10 dólares por se cadastrarem e mais 10 dólares cada vez que indicassem um amigo. Com isso obtivemos centenas de milhares de clientes novos e uma taxa de crescimento exponencial. [...] quando você paga às pessoas para serem suas clientes, o crescimento exponencial significa uma estrutura de custos exponencialmente crescente (THIEL, 2014, p. 20).

Assim como os empreendedores à frente do PayPal, muitos brasileiros seguem com suas *startups*, mesmo inexistindo uma contrapartida financeira do empreendimento ou sendo essa incapaz de suprir os custos de manutenção da *startup*. Em muitos casos, só é possível manter a *startup* em funcionamento graças aos recursos adquiridos por meio dos investidores.

Nesta perspectiva, verifica-se que a média brasileira de *startups* que são desenvolvidas sem apresentar faturamento corresponde a mais de 42%, sendo que, no Nordeste o índice ultrapassa 50% das *startups* existentes na região. A manutenção de uma *startup* que não apresenta faturamento ocorre em razão do empreendimento se sujeitar a rápido crescimento, assim, de um momento para o outro o empreendimento pode deixar de ser um peso aos seus desenvolvedores para torná-los milionários (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

A pandemia também impactou a criação de empregos pelas *startups*, mais de 64% das entrevistadas afirmaram não terem contratado nesse período. Sul e Sudeste foram as regiões que mantiveram maior índice de contratação, superiores a 45% e 41%, respectivamente. Por outro lado, o número de demissões mostrou-se reduzido, pouco mais de 14% das *startups* tiveram que desligar algum funcionário, o que demonstra que boa parte desses empreendimentos não apresentaram grandes dificuldades para lidar com a pandemia (ABSTARTUPS, 2020, s.p.).

3.5 PRINCIPAIS MOTIVOS PARA O INSUCESSO DAS *STARTUPS*

O site CBINSIGHTS apresentou artigo em que disponibiliza trechos de 368 cartas de despedida, escritas por investidores, fundadores de *startups* e jornalistas. Na matéria, o site informa que 60% das *startups* fracassam ao buscar seus objetivos, ocorrendo o encerramento cerca de 20 meses após o primeiro levantamento de financiamento (CBINSIGHTS, 2021, s.p.).

Haja vista a abreviação existencial de *startups* ser algo corriqueiro, o site CBINSIGHTS decidiu investigar os motivos que haviam causado o encerramento antecipado de parte dos obituários recebidos. Para ser mais exato, foram analisados os resultados de 101 *startups*, foi permitido escolher mais de um motivo por *startup*. Foram utilizados como fonte de informações as “cartas de despedida” ou “obituários” a que tiveram acesso (CBINSIGHTS, 2019, s.p.).

O motivo mais indicado como responsável pelo fracasso das *startups*, presente em 42% dos empreendimentos analisados, foi o desenvolvimento de soluções de problemas que não atendem às reais necessidades do mercado:

Treehouse Logic applied the concept more broadly in their post-mortem, writing, ‘Startups fail when they are not solving a market problem. We were not solving a large enough problem that we could universally serve with a scalable solution. We had great technology, great data on shopping behavior, great reputation as a thought leader, great expertise, great advisors, etc, but what we didn’t have was technology or business model that solved a pain point in a scalable way’¹⁵ (CBINSIGHTS, 2019, s.p.).

15 Tradução livre: A Treehouse Logic aplicou o conceito de forma mais ampla em sua autópsia, escrevendo ‘As startups falham quando não estão resolvendo um problema de mercado. Não estávamos resolvendo um problema grande o suficiente para servir universalmente com uma solução escalável. Tínhamos ótima tecnologia, ótimos dados sobre o comportamento de compra, ótima reputação como um líder inteligente, grande experiência, ótimos consultores, etc., mas o que não tínhamos

O relato acima citado demonstra a necessidade das *startups* se comprometerem na solução de problemas que verdadeiramente afetam número razoável de indivíduos, assim, suas chances de sucesso são aumentadas pelo expressivo número de aquisições, acessos, ou o que estiver à disposição do consumidor. Desenvolver uma tecnologia que não possui mercado poderá contribuir para o fim do empreendimento, o que representa prejuízos ao empreendedor.

Em segundo lugar, observada em 29% das *startups* que tiveram que encerrar suas atividades, está a falta de financiamento (CBINSIGHTS, 2019, s.p.). Acerca da ausência de financiamento, o site ainda demonstra o ocorrido com a *startup* Daqri, que acabou encerrando suas atividades:

In September 2019, augmented reality startup Daqri shut down after burning through more than \$250M in funding and failing to raise a new round from investors:

‘Daqri faced substantial challenges from competing headset makers, including Magic Leap and Microsoft, which were backed by more expansive war chests and institutional partnerships. While the headset company struggled to compete for enterprise customers, Daqri benefited from investor excitement surrounding the broader space. That is, until the investment climate for AR startups cooled’¹⁶ (CBINSIGHTS, 2019, s.p.).

era uma tecnologia ou modelo de negócios que resolvesse um ponto problemático de forma escalonável’.

16 Tradução livre: “Em setembro de 2019, a startup de realidade aumentada Daqri fechou após gastar mais de US \$ 250 milhões em financiamento e não conseguir levantar uma nova rodada de investidores:

‘Daqri enfrentou desafios substanciais de fabricantes de fones de ouvido concorrentes, incluindo Magic Leap e Microsoft, que foram apoiados por baús de guerra mais expansivos e parcerias institucionais. Enquanto a empresa de fones de ouvido lutava para competir por clientes empresariais, a Daqri se beneficiava do entusiasmo dos investidores em torno do espaço mais amplo. Isto é, até que o clima de investimento para startups de AR esfrie”.

Gerir os recursos disponíveis com o fim de melhor aproveitá-los não é uma tarefa fácil em condições normais, quando trata-se de *startup* a situação se torna ainda mais complexa. Isto acontece em razão de muitas *startups* desenvolverem suas atividades sem apresentar lucro aos empreendedores por longos períodos, intervalos em que as despesas terão que ser custeadas por recursos próprios dos empreendedores ou investidores.

O terceiro maior motivo responsável pelo encerramento de *startups* é não ter a equipe certa. Foram influenciadas por este motivo 23% das *startups* encerradas. Dentre os relatos de maior importância, destaca-se o apresentado abaixo:

In some cases, the founding team wished they had more checks and balances. As Nouncer's founder wrote, "This brings me back to the underlying problem I didn't have a partner to balance me out and provide sanity checks for business and technology decisions made"¹⁷ (CBINSIGHTS, 2019, s.p.).

Se ocupar de todas as atividades da *startup* é algo complexo, haja vista assuntos diferentes exigirem competências específicas para serem solucionados, assim, é imprescindível que os empreendedores busquem por auxílio quando o problema a ser solucionado extravasar sua respectiva competência. O melhor a se fazer é formar uma equipe composta por pessoas com visões diferentes, mas que trabalhem pelos objetivos traçados pelo grupo, dessa forma, a *startup* poderá se desenvolver.

Em quarto lugar está ser vencido no mercado ao perder espaço para concorrentes, que atingiu 19% dos empreendimentos verificados. Pensar em concorrentes para *startups*, que desenvolvam serviços e produtos extremamente conectados a tecnologia é até difícil de

17 Tradução livre: "Em alguns casos, a equipe fundadora desejou ter mais freios e contrapesos. Como escreveu o fundador da Nouncer: 'Isso me traz de volta ao problema subjacente, eu não tinha um parceiro para me equilibrar e fornecer verificações de sanidade para as decisões de negócios e tecnologia tomadas'".

imaginar. No entanto, a partir do momento em que os produtos e serviços de uma *startup* são apresentados ao mercado, é provável que a possibilidade de lucro atraia a concorrência que, ainda que não possua acesso aos segredos empresariais para que se chegue ao mesmo resultado, encontrará meios para apresentar algo semelhante.

Despite the platitudes that startups shouldn't pay attention to the competition, the reality is that once an idea gets hot or gets market validation, there may be many entrants in a space. And while obsessing over the competition is not healthy, ignoring them was also a recipe for failure in 19% of the startup failures¹⁸ (CBINSIGHTS, 2019, s.p.).

Em pesquisa realizada no Brasil, os autores ARRUDA e NOGUEIRA (2014, p. 28) demonstraram dados alarmantes em relação à mortalidade de *startups* no país. Os autores afirmam que pelo menos 25% das *startups* morrem com período de existência igual ou inferior a um ano. O percentual dobra quando o período de 4 anos de existência é verificado. Por fim, pelo menos 75% das *startups* morrem com período de existência igual ou inferior a 13 anos. Dentre os aspectos que influenciam o encerramento das *startups*, 3 aspectos foram destacados.

O primeiro deles refere-se ao número de sócios. Apesar da pluralidade de sócios contribuir para distribuição de tarefas e para trazer novos pontos de vista para o empreendimento, os resultados demonstrados pela pesquisa apontaram que *startups* que apresentaram número mínimo de 2 sócios desde o início das atividades, possuem maiores chances de fracasso (ARRUDA; NOGUEIRA, 2014, p. 29).

18 Tradução livre: Apesar dos chavões de que as *startups* não devem prestar atenção à concorrência, a realidade é que, uma vez que uma ideia fica quente ou é validada pelo mercado, pode haver muitos concorrentes em um espaço. E embora ficar obcecado com a concorrência não seja saudável, ignorá-la também foi uma receita para o fracasso em 19% das falhas de *startups*.

Percebeu-se, ainda, que quando há pluralidade de sócios as chances de fracasso do empreendimento aumentam 1,24 vezes. Como causa do insucesso das *startups*, acredita-se que problemas de relacionamento entre sócios e menor adaptabilidade dos gestores contribuam para o encerramento antecipado (ARRUDA; NOGUEIRA, 2014, p. 29).

Os autores apresentaram 5 possíveis razões para o fracasso das startups que apresentaram número de sócios igual ou superior a 2.

1. Não alinhamento dos interesses pessoais e/ou profissionais dos fundadores
2. Desentendimento entre os fundadores
3. Falta de identificação dos fundadores com o negócio
4. Incapacidade de adaptação dos gestores às necessidades/mudanças do mercado
5. Mau relacionamento e desentendimento entre fundadores e investidores (ARRUDA; NOGUEIRA, 2014, p. 30).

O segundo aspecto está diretamente ligado ao capital. Se por um lado a ausência de capital pode colocar fim às *startups*, o excesso de recursos também se mostrou prejudicial ao empreendimento. Nas palavras dos autores:

Os dados mostram que, independente da fonte do capital investido, quando a empresa possui, antes de sua primeira venda, um capital suficiente para manter seus custos operacionais pelo período de dois meses a um ano, as chances de descontinuidade são significativamente maiores (ARRUDA; NOGUEIRA, 2014, p. 29).

Apesar dos resultados apontarem que o excesso de recursos pode contribuir para o encerramento das *startups*, é difícil imaginar como a abundância de um recurso tão importante para o desenvolvimento

e evolução do empreendimento pode contribuir para o seu fracasso. A este respeito não foram apresentadas outras considerações pela pesquisa.

Quanto ao assunto, uma justificativa plausível é a que segue:

[...] uma possível explicação para essa inversão continuidade-versus-capital inicial, seria a segurança financeira que os fundadores têm em um capital capaz de iniciar outro negócio e a influência que isso exerce no “apego” que eles têm ao negócio atual. Se a startup já não se inicia atingindo os resultados esperados de forma satisfatória, é bastante provável que a equipe procure um outro negócio, uma vez que dispõe de recurso financeiro para tal (SEGALLA; FERNANDES; DOMINGUES; KOGA; SIQUEIRA; s.a., p. 05).

O terceiro e último aspecto que influencia o encerramento das startups em solo brasileiro está relacionado ao local em que a *startup* é desenvolvida. Neste aspecto, 3 possíveis locais foram identificados. O primeiro deles quando as atividades são desenvolvidas separadamente, como em *home-office*, o segundo quando há auxílio de terceiros que cedem espaço para o desenvolvimento da *startup*, como incubadoras e o terceiro, quando as atividades são realizadas em um único espaço físico, como escritório próprio (ARRUDA; NOGUEIRA, 2014, p. 29).

Em seu artigo, PIRES (2020, p. 45) se questiona e logo apresenta a resposta que julga correta: “por que *startups* falham? a conclusão é a de que a *startup* não deveria focar na solução, mas no problema, em achar o problema certo para resolver” (PIRES, 2020, p. 45). De fato, desenvolver bens ou prestar serviços que não são de interesse da população foi demonstrada como um problema a ser enfrentado pela *startup*, haja vista ser um dos principais responsáveis pelo encerramento desses empreendimentos.

Não há um rol taxativo de ações que podem causar o insucesso das *startups*. A depender da época, área de atuação, pessoas envolvidas, dentre outros fatores, a *startup* enfrentará determinados problemas

ou terá maior facilidade em superar os que se apresentarem em seu caminho. Os motivos apresentados acima são os mais relevantes, haja vista terem recebido maior percentual de ocorrência nos resultados demonstrados pela pesquisa realizada.

3.6 POSSÍVEIS ESTRUTURAS JURÍDICAS A SEREM ADOTADAS PELAS STARTUPS

Assim como os demais empreendimentos, é imprescindível às *startups* que se adequem à legislação do país em que estão se desenvolvendo, por esse motivo, as *startups* precisarão optar pela estrutura jurídica apropriada para sua realidade. Ao decidir, os empreendedores devem considerar, dentre outros fatores, a possibilidade ou não de movimentação de sócios que queiram integrar ou deixar a sociedade, a responsabilidade que estão dispostos a assumir frente a seus investidores e clientes, e a necessidade ou não de angariar investimentos.

Diante do conceito de *startup* adotado por este livro, faz-se necessário destacar que o referido grupo de pessoas nem sempre estará em um mesmo nível dentro do empreendimento, é possível que se tenha um único empreendedor, rodeado por funcionários que o auxiliam no desenvolvimento de sua *startup*, assim sendo, é plenamente viável que esse empreendedor adote uma estrutura jurídica limitada a um único titular.

É possível, ainda, que o empreendedor decida iniciar sua atividade individualmente, para que, com o seu crescimento, agregue pessoas detentoras do conhecimento necessário para alavancar o empreendimento. As demais, em que se fizerem presentes a pluralidade de sócios, terão que optar por um dos modelos societários disponíveis.

Haja vista existirem diversas particularidades a serem analisadas e sabendo que nem sempre as vantagens e desvantagens estarão claras ao empreendedor, como será apresentado a seguir, antes de decidir

por qualquer estrutura jurídica, deve o empreendedor consultar um profissional capacitado para lhe auxiliar nesta escolha. Assim sendo, apresentar-se-á as principais vantagens e desvantagens das estruturas jurídicas mais conhecidas e utilizadas pelos empreendedores ao desenvolverem suas *startups*.

O MEI, que surgiu no ano de 2008 após a lei complementar nº 128 alterar a lei complementar nº 123 de 2006, trouxe muitos avanços para o empreendedorismo brasileiro. O objetivo dessa modalidade empresarial é regularizar pequenos empreendimentos cuja atividade desenvolve-se na irregularidade. Seu sucesso foi tão grande que desde o seu surgimento o número de MEIs apenas cresceu, no final de 2020 o número de MEIs havia ultrapassado 11 milhões de registros ativos (CORRÁ, 2021, s.p.).

Dentre as vantagens fornecidas à categoria, está a inscrição facilitada, que pode ser realizada pela internet e sem custos ao empreendedor; o recolhimento simplificado e reduzido de tributos, por meio do Simples Nacional; benefícios previdenciários, que concedem ao empreendedor direito a aposentadoria por idade, invalidez e outros benefícios, haja vista ter se tornado um segurado do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS); acesso ao CNPJ, que permite contratar com o poder público, fornecedores e emitir nota fiscal.

Apesar das vantagens citadas, o MEI possui várias limitações que podem dificultar sua adoção por uma *startup*. A primeira delas é que para se registrar, o empreendedor precisa se enquadrar em uma extensa lista de atividades permitidas, apesar das muitas opções, que são atualizadas constantemente, é possível que a *startup* não consiga se encaixar em uma delas. Em segundo lugar, o MEI só pode ter um único funcionário, o que dificultaria o desenvolvimento da *startup* que, em muitos casos, se desenvolve em grupos.

O terceiro principal problema é que o MEI atua como uma pessoa física, ou seja, seu empreendimento não possui personalidade jurídica, desse modo, o patrimônio pessoal do empreendedor poderá ser utilizado para quitar dívidas contraídas pelo CNPJ do empreendimento. A limitação de faturamento é outro problema que

merece destaque, o MEI está restrito ao faturamento anual máximo de 81.000,00 reais, o que pode se tornar insuficiente com o crescimento da *startup*.

A segunda estrutura jurídica a ser analisada é a Sociedade Limitada Unipessoal. No ano de 2019 a lei de liberdade econômica, nº 13.874, alterou o CC na parte em que a legislação trata da sociedade limitada, permitindo ao tipo societário, que só podia ser constituído originariamente se constatada a pluralidade de sócios, a partir de então, pudesse ser desenvolvido por uma única pessoa, como afirma o parágrafo primeiro do artigo 1.052 do CC (BRASIL, 2002, s.p.). Importante destacar que a sociedade limitada unipessoal não é uma nova pessoa jurídica, mas sim um tipo societário derivado da sociedade limitada, em que são aplicadas as normas estabelecidas para essa.

Apesar do termo sociedade ser entendido como pluralidade de agentes que se subordinam a regras comuns, existem situações excepcionais em que a estrutura jurídica da sociedade pode perder a característica da pluralidade de sócios ou ser criada sem ela. A título de exemplo, é possível citar a saída de um dos sócios, por vontade própria ou causas supervenientes, como o seu falecimento. Nestes casos, a lei estabelece um período para que a sociedade se adeque à nova realidade, alterando sua estrutura jurídica para estruturas que não exigem a pluralidade de sócios ou buscando candidatos à posição que precisa ser preenchida na empresa. Importante observar que tais hipóteses estão expressamente previstas em lei.

Assim como a sociedade limitada, a sociedade limitada unipessoal concede limitação patrimonial aos empreendedores, a diferença está na quantidade de empreendedores, sendo a segunda limitada a um único indivíduo. Além do mais, em relação à integralização do capital social, não há valor mínimo exigido e a integralização pode ocorrer após a constituição da sociedade. Apesar do seu surgimento recente, a sociedade limitada unipessoal já conta com diversos adeptos, isso se deve ao fato de que com sua criação, ocorreu a transformação automática de todas as Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada (EIRELI) existentes para a nova modalidade. Deste modo,

a EIRELI deixou de existir, mas contribuiu para a sociedade limitada unipessoal com seus integrantes (BRASIL, 2021b, s.p.).

A retirada da EIRELI do rol de estruturas jurídicas a disposição dos empreendedores confirmou-se por meio da medida provisória nº 1.085 (BRASIL, 2021c, s.p.), responsável por revogar diversos dispositivos, dentre eles o inciso VI do artigo 44 e o artigo 980-A, ambos do CC. Antes da revogação expressa pela medida provisória, tais dispositivos vinham sendo alvo de questionamentos quanto à validade, em razão de todas as EIRELIs terem sido convertidas em sociedades limitadas unipessoais.

Quando presente a pluralidade de sócios, não restarão escolhas ao empreendedor, que deverá optar por uma sociedade. Nas sociedades, os empreendedores devem se dedicar ao desenvolvimento do contrato social o mais rápido possível, aproveitando a juventude da sociedade, quando tudo ainda se desenvolve bem, para estabelecer funções e responsabilidades dos seus membros. É preciso antever possíveis problemas para que o contrato social estabeleça os meios adequados para solucioná-los.

A terceira estrutura a ser analisada diz respeito à sociedade em conta de participação, não tão conhecida quanto às sociedades analisadas a seguir, mas que recebeu certo reforço pela lei complementar 182 de 2021, o marco legal das *startups*. Esta modalidade societária está prevista no CC de 2002, entre os artigos 991 e 996 e trata-se de sociedade que não possui personalidade jurídica.

A sociedade em conta de participação é formada por dois tipos de sócios, os sócios ostensivos, pessoalmente responsáveis pelo exercício da “atividade constitutiva do objeto social” (BRASIL, 2002, s.p.), e os participantes, que integram o empreendimento apenas aportando recursos, fiscalizando e recebendo os rendimentos que eventualmente forem gerados.

Em relação às duas categorias de sócios apresentadas pela sociedade em conta de participação, VALENTE esclarece que:

A Sociedade em Conta de Participação possui o aspecto de ser compreendida em duas classes de sócios: o sócio ostensivo e o sócio participante (ou oculto). O sócio ostensivo possui a incumbência de tratar da atividade mercantil, sendo trabalhado no exercício da função o seu nome de forma individual, respondendo perante terceiros de forma ilimitada. Porém, o sócio participante tem a incumbência de participar da formação do capital social da empresa, sendo sua responsabilidade perante terceiros limitada à importância posta à disposição dos gerentes da sociedade para as negociações (VALENTE, 2019, p. 134 e 135).

Esta característica da sociedade em conta de participação é também a principal vantagem oferecida pela estrutura jurídica. Ao estabelecer duas classes de sócios, em regra, apenas o ostensivo se responsabiliza pelo empreendimento, enquanto que o participante coloca em risco apenas o valor investido, tal proteção atrai investimentos. Em caráter excepcional, o sócio participante poderá ser responsabilizado pelas obrigações contraídas, como exemplo, quando tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros. Esta exceção aplica-se quando o sócio participante deixar sua posição de mero fiscalizador para realizar funções típicas do sócio ostensivo.

A responsabilidade ilimitada a que o sócio ostensivo está sujeito, representa maior segurança ao investidor que se tornar sócio participante do empreendimento. Isto se deve ao fato de que a responsabilidade pessoal pelas obrigações assumidas, contribuirá para que o sócio ostensivo pondere suas decisões, sempre se preocupando em fazer o correto para evitar possíveis responsabilizações.

Outra vantagem apresentada é a facilidade na constituição da sociedade em conta de participação. Os dispositivos do CC de 2002 afirmam que para sua constituição, nenhuma formalidade é exigida, podendo a relação ser provada por qualquer meio de direito. Para reafirmar a característica, a lei ainda afirma que contrato social

firmado entre os sócios apenas produz efeitos entre esses e que seu eventual registro não é capaz de conferir personalidade jurídica ao empreendimento (BRASIL, 2002, s.p.).

Quanto à inexistência de personalidade jurídica, VALENTE afirma que a sociedade em conta de participação é tratada por alguns doutrinadores como um contrato especial de investimento. Na íntegra, afirma a autora:

Por ser um tipo societário – considerado assim pelo Código Civil – no qual, não é admitida personalidade jurídica a Sociedade em Conta de Participação, não é compreendida como pessoa jurídica, mas, sim, é tratada por alguns doutrinadores apenas como um Contrato Especial de Investimento (VALENTE, 2019, p. 135).

Em seguida, a lei estabelece que a inclusão de novos sócios ao empreendimento não pode ser realizada unilateralmente pelo sócio ostensivo, exigindo a concordância dos demais, salvo estipulação em contrário (BRASIL, 2002, s.p.). Na prática, este dispositivo veda a redução da respectiva participação social dos sócios pelo sócio ostensivo, mantendo o poder de voto e o percentual de lucros a serem recebidos pelos sócios.

Os autores FEIGELSON, NYBO e FONSECA apresentam 2 formas para utilização da sociedade em conta de participação por *startups*:

No contexto das startups, uma SCP pode ser utilizada de duas formas: (i) para a realização de um investimento sindicalizado, ou seja, vários investidores realizando um único aporte na empresa; ou (ii) a operacionalização do investimento por meio da constituição de uma SCP entre a empresa e o investidor (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 75).

A primeira hipótese demonstrada pelos autores apresenta a sociedade em conta de participação como uma forma de reunir investidores, capaz de substituir o fundo de investimentos, em que há incidência de forte regulamentação e alto custo para sua manutenção. Para tanto, os investidores deveriam escolher alguém entre eles para assumir a administração da sociedade, ou seja, para se tornar sócio ostensivo, enquanto que os demais permaneceriam na condição de sócios participantes. Isto só será possível se a união dos investidores não configurar hipótese de incidência obrigatória das normas de fundos de investimentos (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 75).

A segunda possibilidade apresentada pelos autores, em que a sociedade em conta de participação é utilizada como instrumento de operacionalização do investimento de terceiros na *startup*, é a hipótese já tratada neste texto, capaz de facilitar a aquisição de investimentos pelas *startups*.

Apesar das vantagens apresentadas, a sociedade em conta de participação não é uma estrutura amplamente utilizada por empreendedores, o motivo está relacionado à responsabilidade. Enquanto existe proteção para o sócio participante, atraindo investidores, o sócio ostensivo se vê completamente desprotegido, respondendo pessoalmente pelas obrigações contraídas, haja vista inexistir personalidade jurídica. Diante dos riscos existentes na *startup*, é muito perigoso adotar estruturas que não protejam, ainda que em menor intensidade, todos os sócios.

Outro problema apresentado pela sociedade em conta de participação está relacionado ao aspecto tributário, no entanto, como a abordagem do tema não é objeto da presente obra, ele será apenas apontado. Em relação ao assunto, COELHO (2018, p. 31) afirma que a condição de sócio ostensivo ou participante não poderia ser ocupada por empreendimento que faz uso do simples nacional para recolher sua contribuição tributária e que o descumprimento desta imposição causará a exclusão do empreendimento do regime especial de recolhimento tributário.

Neste sentido, os autores FEIGELSON, NYBO e FONSECA (2018, p. 77) afirmam que, da forma com que os dispositivos legais estão dispostos, desincentivam empresas de pequeno porte e microempresas a realizem investimentos em sociedades em conta de participação. Isto se dá em razão da existência de normas proibindo os citados empreendimentos que investirem em sociedade em conta de participação de recolherem seus tributos por meio do simples nacional, que é muito mais benéfico para tais categorias. A utilização da sociedade em conta de participação deve ser precedida de aprofundados estudos quanto aos problemas apresentados.

A sociedade limitada é a quarta estrutura a ser analisada e é regulada pelo artigo 1.052 e seguintes do CC e, segundo FONSECA (2020, p. 28), “corresponde ao tipo societário mais utilizado pelos empreendedores. Mais de 90% das sociedades criadas no Brasil são sociedades limitadas”. A sociedade limitada não é a mais escolhida por acaso, suas características contribuem para o bom funcionamento dos empreendimentos que dela se utilizam.

FONSECA apresenta argumentos que justificam a criação da sociedade limitada:

As sociedades limitadas surgiram como uma solução para os pequenos e médios empresários. Enquanto a sociedade anônima é um modelo que se amolda mais adequadamente a grandes empreendimentos, os pequenos e médios empreendedores necessitavam de um modelo societário menos complexo e com menores formalidades do que a sociedade anônima, mas que a responsabilidade dos sócios fosse, também, limitada ao seu capital social; assim, para atender a essa demanda foi criada a sociedade por quotas de responsabilidade limitada (FONSECA, 2020, p. 28).

Dentre as vantagens oferecidas pela sociedade limitada aos empreendedores que optam por sua utilização está a limitação patrimonial, que dependerá da completa integralização do seu

capital social. O CC deixa claro que a limitação patrimonial só se aplicará a partir da completa integralização do capital social, que é responsabilidade solidária dos sócios (BRASIL, 2001, s.p.).

Importante destacar que o legislador não estabeleceu um valor mínimo para o capital social da sociedade limitada, que ficará ao arbítrio dos sócios. Ainda sobre o tema, a integralização poderá ocorrer no momento da constituição da sociedade ou posteriormente, por meio de uma ou mais parcelas, que podem ser compostas por dinheiro ou bens. Após a integralização do capital social, em regra, a sociedade limitada passará a responder pelas obrigações que contrair, preservando o patrimônio pessoal dos sócios (BRASIL, 2001, s.p.).

Importante destacar que o capital social da sociedade limitada é formado por quotas, e que o poder de decisão dos sócios projeta-se nas decisões tomadas pela sociedade conforme o percentual de quotas que possuem. Deste modo, quanto maior a quantidade de quotas, maior o poder de decisão e controle de um determinado sócio perante a sociedade.

Como dito anteriormente, a limitação da responsabilidade dos sócios se dará com a integralização do capital social, no entanto, não é correto que se pense que a partir de então os sócios estarão livres para fazer o que bem quiserem, haja vista não serem responsabilizados pelos atos praticados em nome da sociedade. O legislador se preocupou em prever hipóteses para que a desconsideração da personalidade jurídica se aplique. Tais hipóteses estão presentes no CC, como é o caso do abuso de personalidade, que se configura pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, e em outros dispositivos, como explica FONSECA:

[...] os sócios e administradores, também, devem cuidar para que no âmbito das relações com os consumidores, não aconteça abuso de direito, excesso de poder ou infração à lei; para que no âmbito do direito do trabalho, a sociedade não viole ou descumpra os direitos trabalhistas de seus

empregados; ou ainda, para que, no âmbito do direito econômico ou do direito ambiental, a sociedade não cometa infrações à ordem econômica ou não pratique crimes ambientais [...] (FONSECA, 2020, p. 28).

Ocorrendo uma ou algumas das hipóteses descritas acima, o patrimônio pessoal dos sócios poderá ser utilizado para suprir as responsabilidades assumidas pela sociedade.

Destaca-se que nem sempre os sócios ocuparão o cargo de administrador da sociedade. O artigo 1.060 do CC trata apenas de administradores sócios, no entanto é possível que terceiros o façam, como defendido pelo artigo 1.061 do CC, que apresenta disposições específicas para a aceitação de estranhos na administração da sociedade pelos sócios. Em ambos os casos, sócios ou não sócios, os administradores deverão ser designados no contrato social ou em ato separado (BRASIL, 2002, s.p.).

Por fim, a sociedade anônima (S/A) ou companhia, como também é conhecida, possui uma estrutura, imposta por lei, muito mais preparada para hospedar grandes empreendimentos, principalmente quando os sócios são diversificados, apresentando interesses distintos. Nas palavras de FONSECA:

Quando o negócio cresce ou quando os empreendedores desejam fazer um negócio escalável, sobretudo, através da captação de investimento externo, a solução que normalmente se adota é a constituição de uma sociedade anônima ou a transformação da sociedade em S/A (FONSECA, 2020, p. 34).

Além de melhor acomodar o empreendimento e seus sócios, outra justificativa para a adoção das S/As é que essas “[.] constituem o modelo societário que oferece maiores vantagens na captação de recursos externos” (FONSECA, 2020, p. 34). Como visto anteriormente, sejam

empreendimentos comuns ou *startups*, o acesso ao crédito representa um importante fator que pode contribuir para o desenvolvimento do empreendimento ou impedi-lo.

A S/A atrai um número maior de investimentos em função da proteção que concede aos seus acionistas. Sua preocupação é tamanha com a proteção do patrimônio pessoal destes, que a lei 6.404 de 1976 reservou seu primeiro artigo ao tema da responsabilidade dos acionistas, afirmando que “a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976, s.p.). Deste modo, caso a S/A seja condenada ao pagamento de qualquer indenização, os investidores não precisam temer a redução de seu patrimônio pessoal, haja vista terem sua responsabilidade limitada ao valor de suas ações.

Com o objetivo de atrair um número maior de pessoas a fim de financiar a S/A, o legislador apresenta variados tipos de ações, assim, aumentam as chances de oferecer ao investidor ações com as características que se espera. As ações são divididas pela lei em espécies e podem ser ordinárias, preferenciais, ou de fruição, a depender das vantagens ou direitos concedidos aos seus titulares (BRASIL, 1976, s.p.). Por sua vez, estas espécies se subdividem em classes, cada qual com sua particularidade.

Quanto às ações ordinárias, assevera o artigo 16 da lei 6.404 que nas companhias fechadas poderão estabelecer classes que apresentem como diferencial a possibilidade de conversão das ações ordinárias em ações preferenciais; que exija do acionista que possua nacionalidade brasileira; ou ainda, caso conceda direito a voto em separado para que algum cargo de órgão administrativo seja preenchido. É possível que o estatuto da S/A seja alterado para modificar a diversidade de classes, no entanto, para que isso ocorra é preciso que todos os titulares das antigas ações concordem com a alteração, salvo se a alteração estiver prevista e regulada pelo estatuto (BRASIL, 1976, s.p.).

Quanto às ações preferenciais, cujas classes se fazem presentes no artigo 17 da lei das S/As, como se pode deduzir da própria

nomenclatura, para que pertençam a esta espécie é preciso que existam preferências ou vantagens oferecidas aos seus possuidores. As classes das ações preferenciais podem ser estabelecidas com base na existência de prioridade no recebimento de dividendos, que podem ser fixo ou mínimo; na existência de prioridade no recebimento de reembolso de capital, com ou sem prêmio; ou ainda, com a cumulação das duas preferências acima. Outras preferências ou vantagens podem ser estabelecidas, desde que especificadas com precisão e minúcia pelo estatuto, como dispõe o parágrafo segundo do artigo analisado (BRASIL, 1976, s.p.).

Por fim, as ações de fruição atribuem-se a acionistas que tiveram suas ações ordinárias ou preferenciais amortizadas. Importante destacar que a amortização “consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia” (BRASIL, 1976, s.p.), desse modo, devolve-se aos titulares das ações amortizadas os valores que haviam sido investidos. As ações de fruição recebem este nome, pois seus titulares continuarão fruindo dos benefícios ora concedidos pelas ações que detinham antes da amortização.

Para além das ações, existem outras formas legais que facilitam o acesso da S/A a investimentos, sem que a proteção do investidor seja deixada de lado, trata-se da emissão dos chamados valores mobiliários:

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 70).

Por serem características próprias da S/A e comumente destrinchadas nos livros didáticos que tratam do direito societário, não se tecerá maiores considerações acerca desta estrutura jurídica.

Apesar dos benefícios oferecidos pela S/A, sua estrutura jurídica é mais complexa e, desde sua constituição, percebe-se serem necessários atos que não se fazem presentes nas outras estruturas jurídicas disponíveis. Sobre o tema, FONSECA afirma que “a constituição de uma sociedade anônima não é um procedimento simples, ao contrário, é um procedimento complexo, que é dividido em três fases: (1) providências preliminares, (2) constituição propriamente dita e (3) providências complementares” (FONSECA, 2020, p. 36).

O autor ainda apresenta argumentos com o fim de justificar as formalidades exigidas pela complexa estrutura da S/A:

As sociedades anônimas possuem uma estrutura complexa em virtude das várias exigências legais que precisam cumprir e atender. Precisam, por exemplo, promover uma vez por ano uma assembleia geral, composta por todos os acionistas, para aprovar as contas e demonstrações financeiras da sociedade; possuir uma diretoria, composta por no mínimo dois membros, a quem incumbe a representar a companhia e praticar os atos necessários ao seu funcionamento regular; possuir livros especiais para a escrituração contábil; e ainda emitir várias demonstrações financeiras (FONSECA, 2020, p. 38).

É importante observar que a realização de assembleias, a formação de uma diretoria e a exigência de registro em livros especiais, apesar de dificultarem e tornarem excessivamente onerosas a constituição e a manutenção da S/A, realizam-se com o objetivo de tornar sua administração transparente aos seus acionistas e a quem mais interessar. A transparência a que se refere é responsável por transmitir maior segurança aos envolvidos e atrai novos investidores para o empreendimento.

4

A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE INCUBAÇÃO E ACELERAÇÃO PARA *STARTUPS*

4. A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE INCUBAÇÃO E ACELERAÇÃO PARA STARTUPS

Para individualizar os termos incubadora e aceleradora é preciso abordar as diferenças existentes entre eles. Antes, no entanto, faz-se importante destacar que ambos buscam auxiliar o desenvolvimento de *startups*. Por meio de sua atuação, são capazes de reduzir o índice de mortalidade desses empreendimentos. Isto torna-se possível em razão da criação de um ecossistema empreendedor, responsável por incentivar e contribuir para a criação e desenvolvimento de novas *startups*. Destaca-se, ainda, que o auxílio prestado por incubadoras e aceleradoras se faz presente em momentos distintos de uma *startup*.

4.1 SURGIMENTO, CONCEITO E CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS INCUBADORAS

Acredita-se que as incubadoras tenham surgido em meados de 1950 e que teriam por natureza, oferecer suporte a *startups* e pequenas empresas nascentes, com o fim de acelerar o desenvolvimento de tais empreendimentos, o que se concretizaria por meio do oferecimento de serviços e recursos disponíveis às incubadoras (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 67 e 68).

Pedro Fernandes remete seus estudos acerca do termo incubadora ao conceito semântico da palavra:

A definição de incubadora nos remete à ideia de ambiente que proveja as condições necessárias à criação e ao desenvolvimento de um ser até o momento em que este reúna condições físicas necessárias para sobreviver no seu ambiente natural. E é com base nesse conceito que se traslada a acepção biológica do termo para a corporativa: a incubadora de empresas se apresenta como forma de criar e desenvolver as atividades de que se ocupam

as sociedades, preparando-as para sobreviver no mercado (FERNADES, 2016, p. 34).

O autor preocupa-se, ainda, em apresentar considerações sobre a forma com que o termo incubadora é visto por outros países. Abaixo, cita-se a visão norte-americana demonstrada por FERNANDES, na qual as incubadoras possuem como objetivo:

[...] permitir que sociedades em estágio inicial explorem, desenvolvam, testem e refinem suas ideias. Procuram, assim, ajudar no desenvolvimento de um modelo de negócios e fornecer espaços de trabalho compartilhado, onde os fundadores de start-ups possam trabalhar e trocar ideias uns com os outros. [...] as incubadoras normalmente recebem pouca ou nenhuma participação no capital social das start-ups incubadas, e não fazem aportes de capital, sendo que boa parte delas são financiadas por universidades (FERNADES, 2016, p. 34).

Acerca dos Estados Unidos, CAMINHA e COELHO afirmam que as incubadoras presentes no país, em regra, cobram valores muito baixos pelos serviços prestados e que exigem pequena participação ou, muitas vezes, nem exigem participação nas *startups* que se submetem ao processo. Isso se torna possível graças à estrutura de fomento existente, em que a maioria das incubadoras são financiadas por universidades ou por recursos públicos e dirigidas por profissionais e acadêmicos da área de inovação. Os autores ainda citam um estudo realizado em 2011 no país, em que se percebeu que dentre as melhores incubadoras americanas, a maioria eram entidades sem fins lucrativos (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 68 e 69).

No continente europeu, na Itália para ser mais exato, as incubadoras são conhecidas como *incubatore certificato*, e podem ser definidas como “sociedades que ‘oferecem serviços para apoiar o nascimento e o desenvolvimento de start-ups inovadoras’”

(FERNANDES, 2016, p. 34). Ainda, para ser uma incubadora certificada, é preciso se adequar a alguns requisitos¹⁹, apresentados por FERNANDES com base na legislação do país em questão.

No Brasil, as incubadoras iniciaram suas atividades nos anos 80 e possuem funções parecidas com as já citadas anteriormente, é o que defendem PIMENTA e LANA:

Verifica-se que as incubadoras iniciaram no Brasil nos anos 80. Apresentam uma grande estrutura que possui a finalidade de criar, desenvolver, recepcionar e abrigar empresas principalmente na área da ciência e tecnologia.

As incubadoras podem acompanhar a partir do planejamento até as reais atividades (PIMENTA; LANA, 2020, p. 32).

A ANPROTEC afirma que o surgimento das primeiras incubadoras ocorreu nas cidades de São Carlos (SP), Campina Grande (PB), Florianópolis (SC) e Rio de Janeiro (RJ). Estas incubadoras estavam vinculadas a políticas públicas e a entidades de apoio à pesquisa (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 09).

Os autores COSTA JUNIOR, CABRAL, CASTRO, FLORENTINO, SOUZA, MENDES e REZENDE (2019, p. 340 e 341) dividem as incubadoras em 4 gerações, a depender do foco e dos serviços prestados.

¹⁹ FERNANDES se preocupa em apresentar 4 características impostas pela legislação italiana às incubadoras certificadas, são elas: (a) disponham de estrutura adequada ao acolhimento das *start-ups* inovadoras, com espaços reservados para a instalação de departamentos de provas, testes, verificações ou pesquisas; sistema de acesso à internet em banda larga, salas de reuniões, maquinários para testes, provas ou protótipos; (b) sejam administradas por pessoas de competência reconhecida na área de empresa e inovação e que disponibilizem estrutura técnica e de consulta gerencial permanente; (c) tenham relações regulares de colaboração com universidades, centros de pesquisa, instituições públicas e parceiros financeiros que desenvolvam atividades e projetos relacionados a *start-ups* inovadoras; e (d) possuam experiência na atividade de suporte de *start-ups* inovadoras (FERNANDES, 2016, p. 35).

Segundo os autores, a primeira geração tem como foco solucionar problemas relacionados a instalações e infraestrutura. Para tanto, fornece espaços com custos reduzidos, promove o compartilhamento de sala de reuniões, refeitórios e serviços como internet e telefone. A segunda geração tem como foco a inteligência corporativa. Deste modo, fornece treinamento nas áreas de vendas e *marketing*, contribui para a seleção e recrutamento de mão de obra qualificada, geração de capital intelectual e promove acesso a consultoria especializada (COSTA JUNIOR; CABRAL; CASTRO; FLORENTINO; SOUZA; MENDES; REZENDE, 2019, p. 340 e 341).

A terceira geração tem como foco o *network*. Dentre os serviços prestados por esta geração estão facilitar a conexão entre os empreendimentos incubados e demais *stakeholders*, dar suporte ao processo de internacionalização, facilitar o acesso a investidores e facilitar a participação em eventos internacionais. A quarta e última geração tem como foco o aspecto virtual. Nesta geração preocupa-se com a disseminação de informações, com a formação de redes online, dar suporte a negócios online e criação de capital intelectual (COSTA JUNIOR; CABRAL; CASTRO; FLORENTINO; SOUZA; MENDES; REZENDE, 2019, p. 340 e 341).

Importante destacar que há previsão legal de incubadoras na legislação brasileira, trata-se da Lei de Inovação, nº 10.973, publicada em dezembro de 2004 e que posteriormente foi alterada pela lei 13.243 no ano de 2016. A partir da alteração ocorrida em 2016, o artigo segundo em seu inciso III-A da Lei de Inovação passou a apresentar um conceito ao termo incubadora:

Incubadora de empresas: 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 (BRASIL, 2004, s.p.).

Do conceito legal apresentado para o termo incubadora é possível verificar a presença de quatro importantes características, que serão analisadas a seguir.

A primeira delas refere-se à roupagem adotada. O legislador brasileiro optou por não limitar as possíveis estruturas a serem adotada pela incubadora, ou seja, permitiu a pessoas jurídicas de direito privado ou público que se tornassem incubadoras, assim, poderão estar vinculadas a organizações não governamentais, ao governo em âmbito municipal ou estadual, a universidades, a sociedades empresárias, dentre outras possibilidades (FERNANDES, 2016, p. 36).

Em segundo lugar, observa-se os objetivos apresentados. Os verbos utilizados estão diretamente relacionados ao suporte que deve ser concedido pelas incubadoras às *startups*, para que essas consigam superar dificuldades que poderiam ser solucionadas facilmente por quem detêm o conhecimento necessário, relacionados à logística e gerência, por exemplo (FERNANDES, 2016, p. 36).

Em terceiro lugar, destacam-se os termos *criação e desenvolvimento*, que para FERNANDES é “o papel essencial da incubadora, *criar e desenvolver* sociedades que tenham por objeto a produção de bem ou serviço inovador”. O autor ainda afirma que o processo de amadurecimento dos empreendimentos dura, em média, dois anos, não sendo comum que ultrapasse aos três anos (FERNANDES, 2016, p. 36).

Por fim, destaca-se a dedicação das incubadoras aos empreendimentos cujos produtos e serviços estejam, de alguma forma, conectados à inovação. Haja vista estar o conceito de incubadora diretamente relacionado à inovação, percebeu o legislador a importância de se tratar também desse termo que, em seguida, foi abordado no inciso IV do artigo segundo, também inserido na Lei de Inovação pela lei 13.243 de 2016, que na íntegra afirma:

Inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a

agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho (BRASIL, 2004, s.p.).

Os autores PIMENTA e LANA também se preocuparam em apresentar características importantes das incubadoras, relacionadas à infraestrutura que devem apresentar para auxiliar os empreendimentos incubados, antes, porém, os autores passam pela ampla possibilidade de constituição dessas instituições, como visto, propositalmente adotada pela lei:

Por meio de instituições de ensino e pesquisa, órgãos governamentais e iniciativas privadas, permite-se nas incubadoras a instalação de escritórios ou laboratórios, auditórios, área para demonstração dos produtos, secretaria, bibliotecas sala de reunião, além inúmeros outros benefícios (PIMENTA; LANA, 2020, p. 33).

Apesar da importância que representam para o empreendimento, a assistência prestada por incubadoras a *startups* não se encerra com a disponibilização de espaços físicos a essas. A fim de demonstrar como as incubadoras auxiliam as *startups* no desenvolvimento de seus empreendimentos, apresenta-se a citação a seguir:

As incubadoras auxiliam, portanto, quanto a gestão empresarial; gestão tecnológica; comercialização de produtos e serviços; contabilidade; marketing; assistência jurídica; captação de recursos; contratos com financiadores; engenharia de produção e propriedade intelectual (PIMENTA; LANA, 2020, p. 33 e 34).

Neste mesmo sentido, afirmam HARPER-ANDERSON, LEWIS e MOLNAR acerca das funções das incubadoras:

Business incubation programs are designed to accelerate the successful development of entrepreneurial companies through an array of business support resources and services, developed or orchestrated by incubator management, and offered both in the incubator and through its network of contacts. A business incubation program's main goal is to produce successful firms that will leave the program financially viable and freestanding. Critical to the definition of an incubator is the provision of management guidance, technical assistance, and consulting tailored to young, growing companies²⁰ (HARPER-ANDERSON; LEWIS e MOLNAR, 2011, p. 15).

O Brasil contou com grandes e importantes avanços nos últimos anos ao se tratar do tema *startup*, incubação e aceleração, isso é indiscutível. Para CAMINHA e COELHO (2020, p. 69), as melhorias perceptíveis no setor de inovação são fruto da adoção, no Brasil, do mesmo modelo adotado pelos estadunidenses, em que universidades possuem papel de destaque no processo de maturação de *startups* em incubadoras.

Neste mesmo sentido, PIMENTA e LANA destacam a importância de incubadoras se estabelecerem em centros de pesquisas, parques tecnológicos e universidades:

20 Tradução livre: Os programas de incubação de empresas visam acelerar o desenvolvimento bem-sucedido de empresas empreendedoras por meio de uma gama de recursos e serviços de apoio ao negócio, desenvolvidos ou orquestrados pela gestão da incubadora, e oferecidos tanto na incubadora quanto por meio de sua rede de contatos. O principal objetivo de um programa de incubação de empresas é produzir empresas de sucesso que deixarão o programa financeiramente viável e independente. Fundamental para a definição de uma incubadora é o fornecimento de orientação de gestão, assistência técnica e consultoria sob medida para empresas jovens em crescimento.

Geralmente, se encontram em centros de pesquisas, parques tecnológicos e universidades. Isto, por si, já proporciona mais credibilidade a sua empresa e disponibiliza um espaço de aprendizagem para alunos daquela determinada área, acarretando um benefício recíproco e mútuo, já que a empresa ganha mão de obra a mais para desenvolver seu projeto e esse aluno cresce no mercado de trabalho, cumprindo até mesmo sua função social (PIMENTA; LANA, 2020, p. 32).

Da citação acima, é possível perceber que se trata de uma via de mão dupla, em que ambos, empreendimentos incubados e incubadoras, saem ganhando com a parceria firmada.

4.2 ALGUNS DADOS SOBRE AS INCUBADORAS

Entre setembro de 2018 e março de 2019 a ANPROTEC, em parceria com o Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPQ) e o Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações, desenvolveram importante pesquisa, compilando dados acerca do empreendedorismo nacional, participaram da pesquisa incubadoras e aceleradoras. De forma clara, o documento demonstra que seu objetivo é “realizar um mapeamento dos mecanismos de geração de empreendimentos inovadores, incluindo a identificação e análise dos impactos das empresas apoiadas” (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 06).

Inicialmente, a ANPROTEC (2019a, p. 16 e 19) identificou 405 incubadoras. Do total, apenas 363 demonstraram estarem em funcionamento nos três anos que antecederam a pesquisa, conforme parâmetros metodológicos adotados pelos seus desenvolvedores. Percebe-se que há uma preferência por se estabelecerem nas Regiões

Sul, que conta com 100, e Sudeste, à época com 132 incubadoras em exercício.

Após a tentativa da ANPROTEC (2019a, p. 16 e 19) em estabelecer contato, apenas 121 incubadoras apresentaram resposta, assim, comparando-se o total de incubadoras em atividade e o número de respostas obtidas, verifica-se que apenas 33% participaram da pesquisa. Apesar do baixo percentual de respostas, essas serão suficientes para que se compreenda o impacto das incubadoras no empreendedorismo inovador do Brasil. Do total de incubadoras que responderam, 12 foram entrevistadas pelos organizadores da pesquisa para que dados mais específicos fossem coletados.

Um dos quesitos tratados na pesquisa foi a data de criação das incubadoras. Na década de oitenta, apenas 4 haviam sido desenvolvidas, esse número foi consideravelmente ampliado na década seguinte, quando surgiram 24. Os dados da pesquisa revelam que o surgimento de incubadoras se deu em maior número no período compreendido entre os anos 2000 e 2009, quando foram fundadas 48, o dobro do período anterior. A próxima década apresentou leve queda, esse período foi escolhido por 42 entrevistadas (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 21).

Em seguida, a ANPROTEC (2019a, p. 21) verificou o vínculo existente entre as incubadoras e suas mantenedoras. Percebeu-se que em grande parte as incubadoras estão conectadas a universidades, percentual que atingiu 61% das instituições entrevistadas. Os percentuais variam conforme o regime adotado pela universidade, podendo ser federal, estadual ou particular, cujos índices individualmente considerados correspondem a respectivamente 35%, 8% e 18%.

A este respeito, ENGELMAN e FRACASSO apresentam dados apenas sobre incubadoras de base tecnológica, abordando sua distribuição no território brasileiro e demonstrando como estão conectadas às instituições de ensino:

O perfil da amostra demonstra que as incubadoras tecnológicas estão presentes em todas as regiões do Brasil: 57,5% estão localizadas na região Sudeste; 22%, na região Sul; 7,5%, na região Centro-Oeste; 7,5%, na região Nordeste e 5%, na região Norte do País. Identificou-se que 50% das incubadoras são privadas sem fins lucrativos e 40% públicas, das quais 25% são de natureza pública federal; 7,5%, de natureza pública estadual; 7,5%, de natureza pública municipal. Além disso, 10% têm outro tipo de natureza jurídica. A expressiva maioria, 92,5% das incubadoras, possui vínculo com universidade ou centro de pesquisa. Dessas 37 incubadoras, 51,4% possuem vínculo com universidades públicas; 29,7%, com universidades privadas; 16,2%, com centros de pesquisa públicos e 2,7%, com centros de pesquisa privados (ENGELMAN; FRACASSO, 2013, s.p.).

É importante destacar que a natureza da mantenedora da incubadora é capaz de influenciar a forma com que a incubadora desenvolverá suas atividades. Parte das instituições entrevistadas afirmaram que “a natureza da mantenedora impacta a governança, o acesso a recursos, as características da mão de obra que faz a gestão e a operação dos ambientes, e a infraestrutura física dos mecanismos” (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 21).

A pesquisa também perguntou às incubadoras sobre o grau de inovatividade das *startups* incubadas, que se apresentou em três graus distintos:

Alto grau de inovatividade: a tecnologia utiliza-se de novas metodologias, processos e/ou novos equipamentos desenvolvidos especificamente para sua concepção e aplicação;

Médio grau de inovatividade: a tecnologia utiliza-se de poucos avanços e/ou adaptações em metodologias,

processos ou equipamentos para sua concepção e aplicação;

Baixo grau de inovatividade: a tecnologia utiliza metodologias, processos e/ou equipamentos tradicionais amplamente utilizados (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 24).

É possível verificar que a quantidade de *startups* a ocupar cada grau em que a inovatividade foi dividida é muito parecido. O médio grau é o que apresentou o maior número, 684 *startups*. Em segundo lugar está o alto grau, com 617 *startups*. Por fim, estão as *startups* com baixo grau de inovatividade, um total de 610 empreendimentos (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 24).

Ainda, dois temas importantes demonstraram maioria na pesquisa analisada. Primeiro, percebe-se que a maioria das incubadoras possuem pequeno porte, ou seja, incubaram até 10 *startups* no ano de 2017, o percentual de incubadoras que se enquadram aqui ultrapassa os 64%. Em segundo lugar, foi perguntado às incubadoras se possuíam finalidade econômica, das que responderam, 96% disseram não, um total aproximado de 116 incubadoras (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 25 e 26).

Neste ponto, importante comparar com resultados mais antigos, fruto das pesquisas desenvolvidas por ENGELMAN e FRACASSO no ano de 2013, demonstrando que:

Em relação à capacidade máxima de incubação, 15 incubadoras têm capacidade entre 6 e 10 empresas; 13 incubadoras têm capacidade entre 11 e 20 empresas; 7 incubadoras, entre 21 e 30 empresas; 3 incubadoras, até 5 empresas; e 2 incubadoras, para mais de 30 empresas. Além disso, 23 incubadoras têm empresas associadas (incubadas externas): a maior parte, 21

incubadoras, tem até 10 empresas associadas; uma incubadora tem 23 empresas associadas e uma incubadora tem 60 empresas associadas (ENGELMAN; FRACASSO, 2013, s.p.).

Por fim, outro dado que merece destaque é a taxa de sobrevivência das *startups* incubadas após a graduação, ou seja, após o fim do processo de incubação. No primeiro ano após a graduação, 43% das incubadoras não perderam nenhuma *startup* incubada. Ao ampliar o prazo de sobrevivência para o período de cinco anos após a graduação, o índice de incubadoras que não perderam nenhuma *startup* torna-se mais reduzido, fixando-se em 16,46% (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 29).

CAMINHA e COELHO apresentam alguns exemplos de incubadoras brasileiras que se destacaram no mercado, dentre elas está a incubadora Cubo. Criada em 2015 na cidade de São Paulo pelas empresas Itaú Unibanco e Redpoint e.vntures, a incubadora Cubo é um excelente exemplo de incubadora privada, desde seu surgimento tem firmado parcerias com empresas reconhecidas internacionalmente e auxiliado *startups* na solução de seus problemas (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 69).

Nesta relação, ambos saem ganhando, de um lado, as *startups* não perdem o controle sobre o empreendimento. De outro lado, as empresas mantenedoras da incubadora aproximam-se do que há de mais novo e inovador produzido pelas *startups* incubadas, o que facilita o fornecimento e a contratação de serviços. É o que afirma a citação abaixo:

O Cubo recebe aluguel mensal das startups (não exige participação nelas), mas os principais ganhos de empresas mantenedoras são a posição estratégica de proximidade com startups relevantes e a sinalização ao mercado de que são empresas interessadas em

parcerias que gerem inovação (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 69).

As incubadoras privadas não são as únicas que merecem destaque, existem iniciativas públicas que também obtiveram resultados excelentes, atingindo faturamento considerável e impactando a população não só com a oferta de novos produtos e serviços, mas também oferecendo muitas vagas de emprego à sociedade:

Também temos programas públicos relevantes de incubação: (i) Incubadora de Empresas da COPPE/UFRJ, que viabiliza o desenvolvimento de empresas tecnológicas desde 1994 e, em 2016, viu suas incubadas baterem o faturamento total de R\$ 343 milhões¹⁴⁵; (ii) MIDI Tecnológico, iniciativa de Florianópolis que incubou 89 startups que geram 1.565 empregos, e atualmente incuba 23 startups que geram 149 empregos e faturam conjuntamente R\$ 7,7 milhões¹⁴⁶; e (iii) e CELTA, também de Florianópolis, que incubou com sucesso 104 startups que faturam conjuntamente R\$ 9,8 bilhões e atualmente incuba 45 startups que geram 800 empregos e faturam conjuntamente R\$ 56 milhões (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 69 e 70).

As incubadoras ainda podem ser submetidas a outra classificação, considerando-se a forma com que os empreendimentos incubados são fisicamente ou espacialmente organizados. Assim, no Brasil, existem incubadoras abertas e fechadas, que foram diferenciadas por PIMENTA e LANA da seguinte forma: “a única diferença é que na aberta o espaço não é pré-definido e as empresas ficam dispersas” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 32 e 33).

De fato, a diferença entre as incubadoras abertas e fechadas reside na organização espacial das *startups* incubadas, no entanto, de forma reflexa, percebe-se que existirão muitas diferenças a depender

do regime adotado. Depreende-se tais diferenças da leitura do artigo divulgado pelo site da prefeitura de São Paulo, capital do estado em que se registrou, à época, a maior concentração de incubadoras do país.

É um costume das incubadoras fechadas reunir os empreendimentos incubados em um único lugar, no entanto, não há tumulto, os empreendimentos são divididos em setores que garantirão a devida individualização do espaço que se está emprestando. Normalmente existirão áreas a serem compartilhadas pelas incubadas, como exemplo, pode-se citar cozinha, sanitários, sala de reunião, recepção, entre outros. A adoção da estrutura aqui demonstrada, poderá diminuir custos com limpeza, segurança, água e luz, além do mais, facilita a troca de experiências e conhecimento, em razão da proximidade com outros empreendedores (CIDADE DE SÃO PAULO, 2021, s.p.).

Nas incubadoras abertas, permite-se aos empreendimentos que estejam espacialmente separados, não precisam se agrupar em um único imóvel, como nas incubadoras fechadas. Deste modo, cada *startup* deverá suportar individualmente as despesas de seu empreendimento. Apesar da distância existente entre elas, ainda é possível compartilhar a contratação de profissionais e espaços que serão utilizados eventualmente, como laboratórios, assim, reduzem os custos com esses. Mesmo distantes entre si, destaca-se que as *startups* receberão o mesmo tratamento oferecido pelas incubadoras fechadas aos seus respectivos incubados (CIDADE DE SÃO PAULO, 2021, s.p.).

Ainda quanto ao tema, HARPER-ANDERSON, LEWIS e MOLNAR (2011, p. 15) referem-se às *startups* incubadas das incubadoras abertas como “*virtual or affiliate clients*”²¹, em razão de não estarem presentes nas instalações disponibilizadas pelas incubadoras.

Da mesma forma, a ANPROTEC utiliza terminologia diferente dos autores PIMENTA e LANA para separar as *startups* presentes nas instalações das incubadoras e aquelas que se encontram distantes

21 Tradução livre: clientes virtuais ou afiliados.

de tais locais. Para a associação, as *startups* que se desenvolvem no prédio da incubadora devem ser chamadas de residentes, enquanto que aquelas que possuem estrutura própria, estando assim distantes da infraestrutura oferecida pela incubadora são as não residentes (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019b, s.p.).

4.3 CARACTERÍSTICAS DO CONTRATO DE INCUBAÇÃO

Para serem incubadas é natural que as *startups* precisem firmar contrato com a instituição incubadora. Trata-se de contrato atípico que, por seguir certo padrão, pôde ser esmiuçado por FERNANDES, que o dividiu em três partes essenciais e imprescindíveis para sua configuração.

A primeira parte é composta por obrigações que devem ser cumpridas pela incubadora e se subdivide em três. A primeira subdivisão aborda a infraestrutura técnica e física oferecida pela incubadora, que deve possibilitar a realização de reuniões e de trabalhos. A segunda função é realizar a mediação entre a *startup* e instituições de ensino e pesquisa com o fim de contribuir para o aperfeiçoamento do objeto da *startup*. Em terceiro, destaca-se a realização de eventos e a viabilização do acesso da *startup* aos investidores e pesquisadores para que se possa aperfeiçoar a capacidade gerencial e tecnológica da *startup* (FERNANDES, 2016, p. 39).

A segunda parte imprescindível ao contrato trata das obrigações que serão assumidas pela *startup* frente à incubadora e se subdivide em seis pontos. O primeiro relaciona-se ao pagamento mensal que a *startup* deve realizar por utilizar o espaço disponibilizado a ela. Em seguida, tem-se a necessidade de pagar à incubadora percentual sobre o valor bruto arrecadado durante a incubação, que normalmente fixa-se em até 1%. Em terceiro lugar, após o desenvolvimento e aprovação do plano de negócios pela incubadora, a *startup* precisa se sujeitar ao seu cumprimento (FERNANDES, 2016, p. 39).

Outra exigência é a apresentação de relatórios periódicos demonstrando as atividades desenvolvidas. Em quinto lugar, *startups* que se submeteram ao processo de incubação oferecido por uma mesma instituição não podem concorrer entre si. Por fim, é preciso estabelecer o período, geralmente de dois a cinco anos, e o percentual dos lucros, geralmente não superior a 2%, que serão pagos à incubadora após encerrada a incubação (FERNANDES, 2016, p. 39).

A terceira parte imprescindível ao instrumento firmado, que por consequência não deve ser desconsiderada, refere-se ao período de duração do contrato de incubação. No Brasil, em regra, os contratos de incubação possuem duração entre um e três anos (FERNANDES, 2016, p. 39). Quanto ao período de duração, PIMENTA e LANA (2020, p. 32) destacam que “o sucesso vai depender exclusivamente de quanto os seus negócios foram desenvolvidos, podendo ser de curto ou longo prazo”.

Em relação ao período de duração do contrato de incubação, destaca-se que dependerá de diversos fatores, mas existem resultados que demonstram que, em se tratando de incubadoras tecnológicas, “a maior parte das incubadoras (77,5%) tem tempo médio de incubação de um a três anos; 15% têm período de incubação de quatro anos. As demais têm período de incubação de cinco anos ou mais” (ENGELMAN; FRACASSO, 2013, s.p.).

As características contratuais existentes no acordo firmado entre *startup* e incubadora podem ser resumidas da seguinte forma:

[...] o negócio jurídico celebrado entre incubadora e *start-ups* é essencialmente um contrato atípico que envolve prestação de serviços e cessão de uso de bens móveis e imóveis por parte da incubadora, que tem como contraprestação principal por parte da *startup* o pagamento de (i) remuneração fixa mensal, (ii) remuneração variável sobre seu faturamento, limitada a certo período de tempo, e (iii) custos e despesas com a estrutura utilizada (FERNANDES, 2016, p. 39).

Como pode ser observado, em regra, a incubadora não fornece recursos às *startups* que participam do processo de incubação. Neste período, os empreendedores precisarão contar com os lucros do empreendimento, caso existam, recursos próprios ou buscar por investimentos, tarefa difícil, haja vista ser possível que ainda não exista um negócio consolidado.

Encerrado o processo de incubação, a *startup* terá deixado de ser uma simples ideia, muitas vezes inviável, para atingir níveis mais elevados de desenvolvimento e organização. Superada esta fase inicial, com o apoio da incubadora, a *startup* terá desenvolvido seu produto ou serviço minimamente viável, ou seja, após a submissão a testes o produto ou serviço apresentou eficácia e já pode ser comercializado. No entanto, não significa que o produto ou serviço está completamente pronto, é possível que sofra alterações para melhor atender seus consumidores.

Neste sentido e se referindo ao período após o fim da fase de incubação, CAMINHA e COELHO afirmam que:

[...] é quando o seu produto está em etapa de desenvolvimento avançado o suficiente para começar a ser vendido. Esse é o conceito do Minimum Viable Product ('MVP'), uma versão inicial do produto já suficiente para comercialização, ainda que não 'fechada'. Ou seja, o modelo ainda será desenvolvido mediante testes e feedbacks de clientes beta que ajudarão a definir se o empreendedor deve continuar seguindo a mesma estratégia de desenvolvimento ou fazer um pivot (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 72).

A partir de então, há uma nova fase a ser vivida pela *startup*. Para superá-la, assim como as incubadoras se fizeram presentes no período inicial, a partir do ano de 2010 (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 09), as *startups* brasileiras puderam contar com o auxílio

das aceleradoras que, apesar das diferenças existentes, em muito se assemelham às incubadoras, como pode ser visto a seguir.

4.4 SURGIMENTO, CONCEITO E CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS ACELERADORAS

Como dito, as incubadoras e aceleradoras em muito se assemelham. As aceleradoras também possuem como objetivo facilitar a inserção das *startups* no mercado, aumentar as chances de sucesso dos produtos e serviços fornecidos e reduzir o índice de mortalidade desses empreendimentos.

A função das aceleradoras é definida por ABREU e CAMPOS (2016, p. 19) da seguinte forma: “as aceleradoras ajudam os empreendedores a definir e construir os seus produtos iniciais, identificar segmentos de clientes, e obter recursos incluindo capital e funcionários”. Para contribuir de tal forma para as *startups*, as aceleradoras

desenvolvem programas de aceleração com duração limitada, geralmente com três meses, e ajudam as Startups com o processo do novo empreendimento, fornecendo uma pequena quantidade de capital, espaço de trabalho, oportunidades de networking e mentoria com empresários, advogados, pessoal técnico, investidores anjo, capital de risco, ou mesmo executivos de empresas (ABREU; CAMPOS, 2016, p. 19).

Inicialmente, importante abordar o surgimento das aceleradoras. Apesar das aceleradores terem surgido no Brasil em 2010, acredita-se que no mundo, as aceleradoras tenham surgido anteriormente. A este respeito, PAUWELS, CLARYSSE, WRIGHT e HOVE apontam que a primeira aceleradora recebeu o nome de Y Combinator, como pode ser visto a seguir:

The first accelerator, Y Combinator, was established in 2005 in Cambridge, Massachusetts, and has been a source of inspiration for many accelerators to follow. In 2009, the Difference Engine kick-started the European accelerator sector and in 2013, Seed-DB, a platform which analyses accelerators and their companies worldwide, reported over 213 accelerators worldwide, which have supported approximately 3,800 new ventures²² (PAUWELS; CLARYSSE; WRIGHT; HOVE, 2015, p. 01).

Quanto às semelhanças existentes entre incubadoras e aceleradoras, faz-se importante citar o trecho abaixo:

As aceleradoras e incubadoras dividem semelhanças conceituais, especialmente porque ambas proveem infraestrutura e mentoria para as startups que acolhem. Nas duas instituições, elas concedem muito do que o empreendedor precisa para otimizar seu crescimento, seja pelo fortalecimento da sua infraestrutura, redefinição do produto para melhor atingir o público-alvo, preparação para receber investimento/ser adquirido etc (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 72 e 73).

Antes de tratar das características das aceleradoras, é importante trazer à tona um conceito dessas instituições que, diferentemente do que ocorre com as incubadoras, ainda não possuem conceito previsto em lei.

Em 10 de outubro do ano de 2012 o Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação emitiu a portaria nº 721, a fim de criar o Programa

²² Tradução livre: “A primeira aceleradora, Y Combinator, foi estabelecida em 2005 em Cambridge, Massachusetts, e tem sido uma fonte de inspiração para muitas aceleradoras. Em 2009, o Difference Engine deu o pontapé inicial no setor de aceleradoras europeias e em 2013, Seed-DB, uma plataforma que analisa aceleradoras e suas empresas em todo o mundo, relatou mais de 213 aceleradoras em todo o mundo, que apoiaram cerca de 3.800 novos empreendimentos”.

de Aceleração de Empresas de Software e Serviços de Tecnologias da Informação, o programa Start-Up Brasil, uma iniciativa do Governo Federal que seleciona e firma parcerias com aceleradoras e *startups* a serem aceleradas. O programa possui duração de doze meses, dentre as vantagens oferecidas, as *startups* selecionadas podem receber bolsas de pesquisa e de desenvolvimento de até 200 mil reais, custeadas pelo próprio programa, além de investimentos fornecidos pelas próprias aceleradoras (START-UP BRASIL, s.d., s.p.).

Em razão da novidade apresentada pela portaria, o seu artigo terceiro, inciso segundo, se preocupou em indicar algumas definições de termos ali utilizados, dentre eles o de aceleradoras de empresas, que consistem em “pessoas jurídicas dedicadas ao processo de apoio a projetos de empreendedores e empresas nascentes (start-ups)” (MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO, 2012, s.p.).

O dispositivo não se limita a apresentar uma definição para o termo aceleradora, em seguida, expõe quatro alíneas contendo exemplos de como deverá ser a atuação das aceleradoras frente às *startups* que se submeteram ao processo de aceleração, cujo auxílio deverá consistir:

- 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 determinado, nos aspectos técnicos, jurídicos e mercadológicos; e
- d) na aproximação dos empreendedores e empresas nascentes a potenciais clientes e investidores (MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO, 2012, s.p.).

FERNANDES apresenta a definição de aceleradoras desenvolvida por Lewis. Afirma o autor:

Davis A. Lewis (2011) entende que as aceleradoras podem ser definidas como ‘entidades que promovem um programa de incubação em fase final, que auxilia sociedades empresárias que estão mais maduras e prontas para o financiamento externo’, ou, ainda, como ‘estruturas que abrigam uma forma modificada de incubação, projetada para incubadas graduadas (i.e. que terminaram o processo de incubação), enquanto ingressam no mercado’ (FERNANDES, 2016, p. 37).

Outra definição do termo aceleradora que merece destaque é a apresentada pela ANPROTEC, ao divulgar os dados compilados pela pesquisa desenvolvida pela instituição. Nesta definição, a associação se preocupa em apresentar a natureza das aceleradoras, a durabilidade e fases do processo de aceleração e o que deve ser oferecido à *startup* acelerada:

[...] são entidades jurídicas (com ou sem fins lucrativos) dedicadas a apoiar o desenvolvimento inicial de novos negócios inovadores (startups), por meio de um processo estruturado, com tempo determinado, que inclui a seleção, a capacitação, as mentorias, as oportunidades de acesso a mercados, a infraestrutura e a serviços de apoio, além do aporte de capital financeiro inicial (próprio ou de sua rede de investidores), em troca de uma possível participação societária futura nos negócios acelerados (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 36).

Acerca das diferenças existentes entre incubadoras e aceleradoras, FERNANDES é claro ao dizer que a aceleradora deve:

[...] se concentrar no apoio a sociedades que já estão entrando no mercado – já possuem um produto ou serviço lançado, viável, e seu negócio tem potencial para crescimento – e por participar de forma mais intensa no gerenciamento da start-up com vistas a prepará-la ao recebimento de financiamento de capital de risco (venture capital) ou ao menos para atingirem seu break even point (momento em que o valor das receitas iguala o dos custos e despesas) (FERNANDES, 2016, p. 37).

Importante destacar que, diferentemente do que pode acontecer no processo de incubação, as *startups* submetidas à aceleração não pagam para utilizar o espaço físico e a infraestrutura fornecida pela aceleradora. Nas palavras de PIMENTA e LANA (2021, p. 36), “[...] o empreendedor não precisa tirar dinheiro do bolso: o espaço ocupado não representa um custo, possibilitando a vantagem de maior rede de contatos”.

A proximidade entre *startups* de diferentes setores do mercado propicia um ambiente de intenso aprendizado, o que favorece a troca de informações e experiências. Neste sentido: “a diversidade é fundamental para a inovação, sendo importante a convivência de visões de mundo variadas, diferentes culturas e ideias” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 37).

A participação das aceleradoras no desenvolvimento de produtos e serviços das *startups* submetidas à aceleração acontece de forma reduzida, se comparado com o que ocorre na fase de incubação (FERNANDES, 2016, p. 37). Continua o autor, apresentando o que para ele é a principal função das aceleradoras para com aqueles que se submeteram ao seu auxílio:

Costumam ter papel relevante na orientação quanto à administração do negócio, auxiliando no desenvolvimento gerencial da empresa, mas sua maior função costuma ser a divulgação dos

produtos e serviços, a preparação das start-ups para o recebimento de investimentos de terceiros, e o aporte recursos financeiros próprios (survival money ou seed money) nas start-ups [...] (FERNANDES, 2016, p. 37).

Para além dos serviços que comumente são fornecidos à *startup* pelas incubadoras, é possível que a realização de aporte de capital nos empreendimentos acelerados seja a principal característica desta nova fase de desenvolvimento. Neste momento, é normal que as *startups* precisem de muito investimento para se desenvolver e que não tenham os recursos disponíveis para tanto, razão pela qual o aporte realizado pelas aceleradoras normalmente recebe o nome de *survival money*²³ (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 73).

Até se submeter a uma aceleradora, é provável que os investimentos recebidos pelas *startups* ocorram por razões afetivas, assim, o aporte financeiro realizado pela aceleradora é o primeiro recurso profissional recebido desde o surgimento da *startup* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 73).

O fornecimento de crédito às *startups* pelas aceleradoras exige uma contrapartida dessas. FERNANDES apresenta duas formas em que é possível compensar as aceleradoras pelo crédito investido. A primeira a ser tratada, e também menos usual, é o recebimento de percentual do capital social da *startup*, a segunda forma é a criação de “uma opção de compra de quotas ou ações a ser exercida em determinado momento no futuro” (FERNANDES, 2016, p. 37), que é o que normalmente acontece.

Após a concessão de crédito pela primeira modalidade ou pela segunda, convertido o crédito existente em quotas ou ações, modalidades tratadas no parágrafo anterior, a aceleradora torna-se detentora de percentual da *startup*, “a participação em uma aceleração pode variar entre 5 e 20% dos resultados, tornando-se também dona do negócio e, portanto, a pressão por resultados é bem maior” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 37). Destaca-se que o motivo pelo

23 Tradução livre: “dinheiro de sobrevivência”.

qual a aceleradora exige resultados é ter investido seu patrimônio no empreendimento, assim, o sucesso do empreendimento representará o sucesso da aceleradora, ao passo que o fracasso desse causará prejuízos à aceleradora.

4.5 ALGUNS DADOS SOBRE AS ACELERADORAS

Em pesquisa realizada pela ANPROTEC (2019a, p. 16), iniciada em 2018 e encerrada e publicada em 2019, foram identificadas 57 aceleradoras, um número significativamente menor se comparado com o número de incubadoras. Da mesma forma, o número de aceleradoras é maior nas Regiões Sul, que conta com 12 aceleradoras, e Sudeste, com 33. Do total, apenas 29 aceleradoras responderam à pesquisa, o que resultou em um percentual de 51% de participação, que por sinal é superior à participação na pesquisa realizada com incubadoras (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 16).

Com base em dados fornecidos pela pesquisa realizada e divulgada pela ANPROTEC (2019a, p. 38), das 29 aceleradoras que responderam aos questionamentos, 27 afirmaram terem se desenvolvido no período 2010 – 2019. As duas restantes surgiram no período 1990 – 1999, o que parece ser uma contradição, haja vista se defender, em momento anterior neste livro, que as aceleradoras surgiram no Brasil no ano de 2010. Não há nenhuma contradição, a ANPROTEC informa que de fato as duas instituições teriam surgido no período informado, porém, possuíam outra finalidade, que não a aceleração de *startups*, função que teriam assumido após o referido ano.

Com base em pesquisa própria, ABREU e CAMPOS (2016, p. 26) afirmam que a idade das aceleradoras com as quais desenvolveram a investigação, demonstraram possuir período médio de existência de 3,5 anos, sendo que à época a aceleradora mais nova possuía 7 meses e a mais velha 10 anos de existência.

Quanto à área de atuação das *startups* aceleradas, percebe-se que a maioria está diretamente ligada ao setor de tecnologia da informação e comunicação, seguido pelos setores financeiro, saúde e ciências da vida, agronegócio e educação. Estes empreendimentos recebem o apoio que necessitam por meio dos serviços comumente ofertados pela aceleradora a que estão vinculados, sendo os mais corriqueiros a oferta de coaching e/ou mentoria, apoio em networking e no desenvolvimento de produtos e serviços, treinamentos e capacitações, dentre outros²⁴ (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 39 e 40).

Em sua pesquisa ABREU e CAMPOS alcançaram resultados parecidos. Ao divulgarem os percentuais verificados, os autores tratam da amplitude dos setores acelerados e apontam aqueles que mais se destacaram:

[...] as aceleradoras atuam desenvolvendo negócios de alto impacto, com abrangência nacional e internacional, e nos mais diversos setores. Com destaque para a atuação em mercados como Tecnologia (TI), Educação e, Comércio e Serviços, com 83%, 77% e 67% respectivamente (ABREU; CAMPOS, 2016, p. 28).

Ao ingressar no processo de aceleração há um prazo para que as *startups* gozem dos serviços oferecidos pela aceleradora, cuja duração deverá ser estabelecida previamente e é geralmente fixado pelo edital de seleção das *startups*. Em momento oportuno, tratar-se-á da forma com que o referido prazo é abordado pelo contrato de aceleração.

24 Ainda é possível citar o oferecimento de assessoria em marketing e gestão, assessoria jurídica, contábil e financeira, acerca da propriedade intelectual. Apoio na captação e aplicação de recursos e para participação em feiras e rodadas de negócios (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 40).

Por ora, com base nos resultados apresentados pela ANPROTEC (2019, p. 40), destaca-se que as aceleradoras selecionam um grupo de *startups* para que participem de um ciclo, trata-se do período em que a *startup* estará submetida ao processo de aceleração. A duração de um ciclo pode variar entre as aceleradoras, mas apresentou uma média de 8,5 meses de duração, desse modo, é possível que as aceleradoras desenvolvam mais de um ciclo por ano, caso queiram.

Nos resultados apresentados ABREU e CAMPOS (2016, p. 30) o tempo médio de duração do processo de aceleração foi de aproximadamente 6 meses. Os autores ressaltam que o tempo de duração de cada ciclo poderá variar a depender da aceleradora, que normalmente oferece ciclos às *startups* com duração de 5 a 96 semanas.

Assim como a duração do processo de aceleração, não há uma regra quanto ao número de *startups* que devem ser aceleradas por ciclo. No entanto, percebe-se que há certa prevalência pela aceleração de número reduzido de *startups*, nesse sentido, os resultados demonstram que pouco mais de 86% das aceleradoras trabalham com até dez *startups* por ciclo. A maioria das aceleradoras selecionam de seis até dez *startups* por ciclo, parcela que corresponde a mais de 62% das aceleradoras. Quanto às que aceleram mais de quinze *startups* por ciclo, pouco mais de 3% afirmaram se enquadrar aqui (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 40).

Outro questionamento, que não poderia ser deixado de lado pela pesquisa, refere-se ao aporte financeiro a ser realizado pela aceleradora nos empreendimentos submetidos a ela. Os resultados demonstram que 73% das aceleradoras investem nas *startups* aceleradas, desse percentual, 55% utilizam o mútuo conversível em participação societária para realizar o investimento, enquanto que outros 3% adotam o contrato de participação societária para o mesmo fim, os 15% restantes empregam outras modalidades de investimento (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 41).

Ainda quanto ao aporte financeiro, 27% das aceleradoras declararam não investir nas *startups* aceleradas, porém, importante recordar que, apesar da aceleradora ser uma significativa fonte de investimentos, não é a única disponível (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 41).

É muito comum que outros investidores tenham interesse em realizar aportes financeiros em instituições que estejam submetidas ao processo de aceleração, haja vista ser uma demonstração da seriedade da *startup* e de seus empreendedores, além de indicar que a *startup* provavelmente estará sendo bem preparada para o desenvolvimento, diante de todos os serviços fornecidos pelas aceleradoras.

Quanto à participação societárias dos investidores, RIBEIRO, PLONSKI e ORTEGA (2015, p. 11) afirmam que o percentual alienado aos investidores pelos empreendedores varia de 4% a 30% do capital social das *startups*.

Em pesquisa realizada pela ANPROTEC os resultados apontam que, das *startups* que receberam investimento, a maioria negociou de 8,01% a 11% do capital social de seu empreendimento, cerca de 20,69% das *startups*. Em seguida, encontram-se os empreendimentos que negociaram parcela superior à 11,01% do capital social do empreendimento, percentual de 17,24% das *startups* (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 41).

A ANPROTEC explica o motivo do investimento em *startups* ser relativamente baixo durante o processo de aceleração:

A razão de a participação societária ser relativamente baixa ocorre pois no futuro os empreendedores e investidores preveem novas rodadas de investimento, e não faria sentido num momento inicial da *startup* – na qual muitas não atingiram o ponto de equilíbrio operacional (break even) – os investidores tornarem-se sócios majoritários (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE

Os dados ainda indicam que algumas *startups* não concederam parcela de seu capital social a investidores, 41,38% dessas (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 41). É preciso observar que a pesquisa não deixa claro se essas *startups* receberam algum tipo de investimento, preocupam-se apenas em afirmar que mantiveram o controle sobre o capital social existente.

Ainda, não está claro se a não cessão do capital social ocorreu em razão da ausência de investidores interessados ou se por uma opção dos empreendedores. Caso seja uma opção dos empreendedores, a citação acima pode ser uma justificativa plausível para tanto, uma vez que, diante do aperfeiçoamento e amadurecimento da *startup*, é possível que seu valor aumente consideravelmente.

Em relação às aceleradoras que investiram recursos em *startups* que estavam submetidas ao seu processo de aceleração, percebe-se que os valores variam consideravelmente. Os valores dos investimentos mais recorrentes encontram-se de R\$100.000,01 até o limite de R\$ 200.000,00, 20% das aceleradoras investiram essa faixa de valor em *startups*. Investimentos acima de R\$400.000,00 são minoria, apenas 6,67% das aceleradoras concederam valores nessa faixa de investimento (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES, 2019a, p. 41).

Quanto ao valor investido, ABREU e CAMPOS não detalham o tema, mas apresentam dados parecidos com os citados acima. Segundo os autores, a média do valor mínimo investido por aceleradoras é de R\$ 45.000,00, enquanto que a média do valor máximo investido é de R\$ 255.000,00 (ABREU; CAMPOS, 2016, p. 32). Nesta mesma toada, mas defendendo investimentos em valores inferiores, RIBEIRO, PLONSKI e ORTEGA (2015, p. 11) afirmam que os valores dos investimentos variam entre R\$ 20.000,00 e R\$ 150.000,00.

Das aceleradoras em exercício no país, destacam-se quatro. O primeiro programa de aceleração a ser analisado recebeu o nome de inovaBra e foi criado pelo Bradesco no ano de 2014, o objetivo de seu instituidor era se aproximar de *startups* e das tecnologias desenvolvidas por essas, principalmente *fintechs* e *datatechs*. A segunda aceleradora é a Launchpad Accelerators, lançada pelo Google no ano de 2015 com o objetivo de dar suporte a *startups* relacionadas à tecnologia, em especial aquelas que ocupam-se do desenvolvimento de aplicativos. Em seguida, destaca-se a Wayra, criada pelo grupo controlador da operadora Vivo, o grupo Telefónica, cujo investimento até 2020 havia ultrapassado 500 *startups*. Por fim, a aceleradora Oxigênio foi criada pela seguradora Porto Seguro e é uma parceira da Plug and Play Tech Center (Vale do Silício) (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 73 e 74).

A iniciativa pública também tem desenvolvido importantes programas de aceleração. Nesta seara, destaca-se o Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (LIFT), criado em 2018 pelo BANCO CENTRAL DO BRASIL com o apoio de empresas como *Amazon*, *IBM* e *Microsoft*. Em nível estadual tem-se a criação da aceleradora *Startups and Entrepreneurship Ecosystem Development* (SEED) pelo estado de Minas Gerais. Por fim, em nível nacional, destaca-se a criação da Start-Up Brasil, criada pelo Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovações e Comunicações, instituição que tem como objetivo estabelecer parcerias com aceleradoras e *startups* a serem aceleradas (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 74 e 75).

É importante destacar, que para integrar o programa de aceleração de uma aceleradora a *startup* precisa passar por rigoroso processo seletivo. Este mecanismo possui o objetivo de selecionar apenas *startups* promissoras, que tenham grandes chances de sucesso, podendo ser utilizado também para selecionar *startups* que apresentem produtos ou serviços de alguma forma relacionados à atividade desempenhada pelas empresas financiadoras da aceleradora. Tal qual acontece com as incubadoras, a aceleração das *startups* selecionadas aproxima essas das empresas que estão à frente da aceleradora.

Deste modo, estas empresas, que normalmente já estão solidificadas no mercado, possuem acesso ao que se tem de mais atual e revolucionário até então desenvolvido pela área. Esta posição privilegiada concede às empresas certa preferência na aquisição de produtos ou serviços desenvolvidos, o que permite a elas a primazia na incorporação de novas tecnologias à atividade desempenhada. Com a adoção de tecnologias mais avançadas, a empresa se destaca no mercado atraindo consumidores e ofuscando a existência de seus concorrentes.

Nesta perspectiva, a *startup* acelerada também é beneficiada, uma vez que, além de receber apoio e recursos para o seu desenvolvimento, é possível que seu produto ou serviço seja adquirido pelas próprias empresas que estão financiando seu desenvolvimento, o que aumenta a probabilidade de produzir lucros aos seus criadores ainda durante o processo de incubação, seja por meio do fornecimento de produtos ou serviços, ou por meio da venda da *startup*.

4.6 CARACTERÍSTICAS DO CONTRATO DE ACELERAÇÃO

Após superar o processo seletivo imposto pela aceleradora, essas e as *startups* firmam os termos que irão vigorar durante o período em que estiver submetida aos cuidados da aceleradora, o que se dá por meio de contrato. Em seguida, serão analisadas as características deste pacto, divididas por FERNANDES em quatro grandes partes.

A primeira parte refere-se às obrigações que competem à aceleradora, subdividida em oito itens. O primeiro item trata do aporte financeiro que a aceleradora deverá realizar na *startup*, que poderá se efetuar através de uma contribuição ao capital social ou por meio de empréstimo que permita ao investidor transformar futuramente o valor investido em participação societária. O segundo item refere-se ao fornecimento de infraestrutura e espaço físico. Em seguida, preocupa-se com o desenvolvimento gerencial e operacional dos empreendimentos acelerados, que será corrigido por meio de

treinamentos, cursos, dentre outros. O quarto item refere-se ao apoio e aconselhamento acerca da inserção de produtos e serviços no mercado²⁵ (FERNANDES, 2016, p. 39 e 40).

O próximo item trata da necessidade de se aproximar a *startup* de consultores, investidores e clientes. O sexto aborda a realização de eventos apropriados para a demonstração do produto ou serviço desenvolvido pela *startup* a investidores, também conhecido como *demo day*. Em seguida, é o direito de preferência que deverá ser definido, permitindo aos fundadores do empreendimento que tenham preferência na aquisição de participações societárias. Por fim, o último item desta parte impõe a todos o dever de vender sua respectiva participação societária em caso de alienação do controle da *startup*, caso esta seja a vontade dos fundadores, é o que se chama de *drag along* (FERNANDES, 2016, p. 40).

A segunda parte do contrato deve apresentar os direitos da aceleradora e também é subdividida em oito itens. O primeiro item refere-se ao direito de preferência que a aceleradora possui em relação à aquisição de participações societárias da *startup*, que pode se dar pela alienação das parcelas que estavam sob domínio dos fundadores ou pelo aumento do capital social da *startup*. Em seguida, deve-se tratar da opção de compra de participações societárias, em relação aos valores recebidos por meio do aporte realizado pela aceleradora. O terceiro item que deve ser abordado pelo contrato é o direito da aceleradora vetar determinadas decisões dos sócios da *startup*, enquanto essa estiver submetida ao processo de aceleração²⁶ (FERNANDES, 2016, p. 40).

O próximo item deve tratar do instituto do usufruto sobre as participações societárias. Em quinto lugar, está o direito de alienar

25 O autor ainda destaca ser possível tratar aqui do fornecimento de assessoria, seja jurídica, contábil ou outra, a depender da necessidade. É possível que a assessoria de que se trata seja gratuita ou que precise ser remunerada à parte pela *startup*, este ponto deve ser discutido previamente para que não gere custos imprevistos para a *startup*.

26 Alguns exemplos apresentados por FERNANDES (2016, p. 40) são: “reorganizações societárias ou cessão ou transferência de direitos de propriedade intelectual”.

conjuntamente as participações societárias, caso o controle da *startup* seja alienado pelos fundadores, conhecido como direito de *tag along*. O sexto item preserva o percentual de participação dos integrantes da *startup*, assim, deve haver cláusula que, diante do aumento de capital, fixe valor mínimo de avaliação da *startup*. Em seguida, deve-se tratar da possibilidade da aceleradora impedir a distribuição de eventuais lucros obtidos durante a aceleração, impondo o reinvestimento dos lucros no produto ou serviço que se está desenvolvendo. Por fim, é preciso tratar do direito da aceleradora deixar a *startup* a qualquer tempo, por meio da venda simbólica da participação da aceleradora para fundadores (FERNANDES, 2016, p. 40).

A terceira parte do contrato deve tratar das obrigações da *startup* acelerada ou de seus fundadores e se subdivide em sete itens. Em primeiro lugar, a *startup* deve permitir à aceleradora que adquira ações ou quotas do seu capital social, ou ainda, permitir que no futuro a aceleradora transforme os valores emprestados à *startup* em quotas ou ações com representatividade em seu capital social. O segundo item refere-se ao pagamento em separado de serviços consumidos pela *startup*. Em seguida, deve a *startup* apresentar relatórios periódicos que demonstrem o desenvolvimento de suas atividades em todos os setores, financeiro, comercial, dentre outros (FERNANDES, 2016, p. 40 e 41).

Em quarto lugar, a *startup* deve alterar a modalidade empresarial adotada, caso tenha atingido determinadas circunstâncias ou caso essa não agrade aos investidores, que em regra preferem a utilização de S/A. O próximo item apresenta proibições vigentes no período de incubação, relacionadas à distribuição dos lucros, à reorganização societária, à cessão da propriedade intelectual e a concorrer com a aceleradora ou outra *startup* submetida a mesma aceleradora. O sexto item exige o comparecimento da *startup* em cursos e palestras fornecidos pela aceleradora. Por fim, a *startup* deve apresentar, por

meio de *pitch*²⁷, o produto ou serviço desenvolvido para investidores no dia estabelecido, o chamado *demo day* (FERNANDES, 2016, p. 41).

A quarta e última parte integrante do contrato firmado entre aceleradoras e *startups* refere-se ao prazo de contratação e não possui subdivisões. Em razão da *startup* possuir estrutura um pouco mais desenvolvida após deixar a fase de incubação, que pode durar até três anos, na fase de aceleração normalmente o contrato possui duração de doze meses. No entanto, destaca-se que, apesar do fim do contrato firmado, existem algumas obrigações que podem perdurar por mais tempo, como a possibilidade da aceleradora converter o crédito que lhe é devido em participação societária (FERNANDES, 2016, p. 41).

Como dito em momento anterior, os autores ABREU e CAMPOS, nos resultados de suas pesquisas, identificaram que o menor período de aceleração permitido pelas aceleradoras analisadas é de 5 semanas, sendo o máximo encontrado no período de 96 semanas. Diante destas informações, acrescidas dos dados fornecidos pelas demais entrevistadas, concluíram que o período médio de aceleração à época da pesquisa era de aproximadamente 6 meses (ABREU; CAMPOS, 2016, s.p.). Já RIBEIRO, PLONSKI e ORTEGA (2015, p. 11) acreditam que o período de aceleração pode variar entre 3 meses e 1 ano.

Ainda quanto ao tempo de duração do contrato de aceleração, CAMINHA e COELHO afirmam que, no exterior, tal contrato encerra-se dentro de três ou quatro meses, em média. Os autores acreditam que o reduzido número de *startups* que de fato estão prontas para a aceleração, pode ser o motivo para que permaneçam por um período maior sob esta fase, ou seja, a inexistência de fila ou o pequeno tamanho dessa, permite que se gaste um tempo maior com as *startups* que de fato podem apresentar bons resultados (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 77).

27 O *pitch* é um modelo de apresentação amplamente utilizado por *startups* para apresentarem produtos ou serviços desenvolvidos. Sua estrutura consiste em apresentar apenas informações importantes no menor tempo possível e passou a ser utilizado por *startups* pela necessidade de apresentarem seus produtos ou serviços a potenciais investidores que, em regra, possuem pouco tempo disponível.

Demonstrada as principais características do contrato firmado entre aceleradora e *startup*, FERNANDES conclui que “o negócio jurídico celebrado entre aceleradora e *start-up* é essencialmente um contrato atípico que envolve relações jurídicas decorrentes de contratos associativos, financiamento, prestação de serviços e cessão de uso de bens” (FERNANDES, 2016, p. 41).

É possível que uma *startup* seja incubada e não se submeta à aceleração, o inverso também se faz verdadeiro, é possível que uma *startup* seja acelerada sem que antes tenha passado pelo processo de incubação. Neste sentido: “nada impede que uma empresa, depois de passar por uma incubadora, ainda passe por uma aceleradora, onde poderá reforçar a gestão e sua rede de contatos, garantindo maior respaldo para seu futuro” (PIMENTA; LANA, 2021, p. 38).

Por fim, é importante destacar que o desenvolvimento de *startups* não está obrigatoriamente vinculado ao processo de incubação ou aceleração, ou seja, é possível que uma *startup* atinja seus objetivos sem que para isso precise passar por incubação e aceleração, no entanto, essas instituições facilitam o desenvolvimento da *startup* e aumentam suas chances de sucesso.

5

MODALIDADES DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

5 MODALIDADES DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Para desenvolver uma *startup*, é imprescindível ao empreendedor que possua recursos financeiros à sua disposição, esse é um elemento essencial para a viabilização do empreendimento e sua ausência poderá impedir a criação ou a manutenção desse. Neste sentido, afirma PIMENTA e BASTOS (2020, p. 70) que “[...] a empresa é a soma de recursos materiais, mão de obra, dinheiro (fator capital) e conhecimentos (fator tecnologia) para que, devidamente organizados por uma pessoa física ou jurídica (o empresário), gerem bens ou serviços”.

Apesar das boas ideias e da possibilidade do empreendimento se tornar altamente rentável, nem sempre o empreendedor possui recursos financeiros para concretizar sua vontade, cuja existência se dá apenas no plano das ideias, assim, dependerá do recurso financeiro de terceiros para tanto. Diante da imaturidade do empreendimento e de seus vários riscos, encontrar um investidor não é uma tarefa fácil.

A necessidade de crédito é também demonstrada por BIBEKANANDA e JOY (2021, p. 143), ao afirmarem que “startups require capital for business setup, expanding operations, penetrating research and development spending. In addition, startups often need short to mid-term capital to supplement it during various funding stages”²⁸.

Demonstrada a necessidade de recursos nos capítulos anteriores, aclarada novamente, atentar-se-á a ausência do fator capital e as possibilidades para superação desse problema.

28 Tradução livre: “As startups exigem capital para a configuração do negócio, expansão das operações, penetração de gastos com pesquisa e desenvolvimento. Além disso, as startups geralmente precisam de capital de curto a médio prazo para complementá-lo durante os vários estágios de financiamento”.

5.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

A sociedade ou o empresário, desprovidos de recursos para iniciar ou dar continuidade em suas *startups*, em regra, possuem à sua disposição duas formas para buscar por investimentos a serem realizados por terceiros. Trata-se do aporte financeiro realizado por sócios ou quotistas, a depender da estrutura jurídica adotada, e do fornecimento de crédito por credores. Importante destacar que independentemente da modalidade de investimento escolhida pelo empreendedor, existirão vantagens e desvantagens que devem ser consideradas por esse (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 72).

As duas modalidades de investimento abordadas por PIMENTA e BASTOS também são defendidas por FEIGELSON, NYBO e FONSECA, que fundamentam seus estudos nas teorias clássicas de financiamento. Assim, tratam da estrutura de capital de empreendimento como sendo formada pelo binômio dívida ou participação, ou *debt versus equity*, cuja diferença foi assim explicada: “enquanto no *debt* o credor lucra com os juros no momento do recebimento futuro de seu empréstimo, o *equity* garante o recebimento futuro de dividendos – obviamente, vinculados ao sucesso da empresa” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 42).

Acerca das duas modalidades de investimento citadas, sócios ou quotistas e credores, afirmam os autores PIMENTA e BASTOS:

O primeiro deles está na contribuição dos sócios e se concretiza quando cada um deles integraliza suas respectivas quotas ou ações e, assim, se tem constituído o capital social.

O segundo está na contratação de empréstimos – de curto, médio ou longo prazos para pagamento – no denominado mercado financeiro, composto essencialmente, no polo credor, por instituições bancárias (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 72).

Abaixo, tratar-se-á das principais particularidades envolvendo tais modalidades de investimento, à luz dos ensinamentos apresentados por PIMENTA e BASTOS no artigo “Startups e capital: instrumentos jurídicos de regulação dos investimentos financeiros em atividades empresariais”, devidamente referenciado ao final desta obra.

Quanto à aquisição de investimentos pelas sociedades, destaca-se que à disposição dessas está a emissão de novas ações ou quotas, assim, seus investidores serão transformados em novos sócios da *startup* e poderão usufruir dos benefícios oferecidos pelos valores mobiliários ora adquiridos, a depender das condições preestabelecidas pelos administradores da sociedade.

Um dos direitos que comumente são concedidos aos sócios é o de participar e proferir votos nas assembleias em que assuntos relacionados ao futuro da sociedade são colocados em questão. Deste modo, pode o sócio contribuir para que a sociedade cresça, aumente seus lucros, agregue valor à sua estrutura, por fim, realize melhorias que contribuam para a evolução do empreendimento a que passou a fazer parte.

O direito ao voto é citado em quarto lugar por PIMENTA e BASTOS para diferenciar os sócios dos credores. Afirmam os autores que “em princípio, os sócios têm direito de participação na sociedade, o qual se desdobra exatamente na prerrogativa de votar nas deliberações sociais e na eleição dos administradores do patrimônio e atividades sociais” (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 75).

Outro direito que se concede aos sócios, na maioria das vezes, é a participação nos lucros do empreendimento. Como visto no capítulo anterior, parcela razoável das *startups* se desenvolvem sem que recursos sejam gerados, ou ainda, em muitos casos apesar de existirem, são insuficientes para suprir os gastos gerados pelo próprio empreendimento. Assim, quando presente este direito, a distribuição dos lucros aos sócios estará condicionada a existência prévia desses. É o que afirma PIMENTA e BASTOS:

[...] o sócio somente poderá exigir a sua forma de remuneração própria – participação nos lucros – se as atividades de sociedade forem economicamente bem sucedidas e, além disso, o valor por ele investido somente será reembolsado – após descontados os débitos da pessoa jurídica - em caso de recesso ou dissolução total da companhia (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 74).

Na citação acima, os autores ainda tratam da possibilidade de resgatar o valor ora investido, o que em tese torna-se possível nos casos de dissolução parcial ou total da sociedade. No entanto, o resgate a que se refere estará condicionado à existência de crédito após o pagamento dos débitos vinculados à sociedade, assim, caso não existam recursos após a quitação dos débitos em uma dissolução, o investidor terá perdido o recurso investido e não receberá nenhum outro valor.

Por outro lado, caso uma sociedade anônima obtenha bons resultados e tenha esta opção prevista em seu estatuto, é possível que as reservas ou lucros adquiridos sejam utilizados para resgatar ou amortizar ações. Deste modo, seus titulares recebem o valor ora investido, a partir de então, passam a deter apenas os direitos concedidos pelas ações. O resgate e a amortização estão previstos no caput e parágrafos do artigo 44 da lei 6.404 de 1976 e são assim definidas pela lei:

§ 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes.

§ 2º A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia (BRASIL, 1976, s.p.).

Outro aspecto importante acerca da remuneração do sócio deve ser observado. Como dito, a sorte do sócio acompanha a sorte do seu empreendimento, assim, não é possível aos sócios participarem da repartição de lucros se esses não existirem. No entanto, o contrário também é verdadeiro, ou seja, quanto maior o lucro gerado pela *startup*, maior também será o valor que tocará aos acionistas ou quotistas. Em razão dos lucros dos sócios serem proporcionais ao lucro do empreendimento, PIMENTA e BASTOS afirmam que tais lucros “são potencialmente ilimitados” (PIMENTA e BASTOS, 2020, p. 74).

Tendo em vista os assuntos tratados até aqui, é possível compreender que, de um modo geral, o risco a que se submetem os sócios conecta-se à inexistência de lucros a serem compartilhados e à impossibilidade de recuperar o valor investido, que podem ser resumidos à seguinte expressão: “o risco do sócio é, portanto, o risco de insucesso da sociedade” (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 75).

É importante observar que a inserção de novos sócios na *startup* causa uma redefinição dos percentuais de participação dos sócios anteriores, isso ocorre, pois o empreendimento é um todo limitado, finito, cuja soma dos percentuais de participação dos sócios sempre atingirá 100%, ou seja, a integralidade do capital social. Assim, para que novas pessoas ingressem como sócios, obrigatoriamente o percentual de participação dos demais, que ocupavam esta condição anteriormente, será reduzido (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 72 e 73).

PIMENTA e BASTOS afirmam que a redução do percentual dos demais sócios é o preço a ser pago pela aquisição do investimento: “o custo elementar da captação de recursos, por uma sociedade, através do lançamento de novas ações ou quotas é, portanto, esta alteração - a princípio permanente, diga-se de passagem - no percentual de todos os sócios sobre o capital social” (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 73).

Por fim, destaca-se que, diferente do que ocorre nos casos de aquisição de crédito pelo empreendimento, a incorporação de novos sócios faz-se relevante aos empreendedores à frente da *startup*. Isto acontece, pois os empreendedores não se submetem a uma nova obrigação rígida a ser cumprida futuramente, pelo contrário,

ao tornar-se parte do empreendimento o sócio se submete aos riscos que recaem sobre a *startup*. Assim, caso ocorra o fracasso do empreendimento, os demais sócios da *startup* não poderão exigir dos seus criadores o ressarcimento dos valores outrora investidos.

Após tratar das principais particularidades relacionadas aos sócios, destaca-se as características que se fazem presentes nas relações assumidas com credores, a segunda grande forma de se adquirir investimentos pelos empreendedores.

Destaca-se, inicialmente, que o fornecimento de crédito realiza-se, principalmente, por instituições financeiras, aqui ganha destaque as instituições bancárias. Como de costume, estarão presentes encargos comumente exigidos por estas instituições para que a contratação se realize, tais como correção monetária, juros e garantias, responsáveis por onerar a contratação (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 73).

Por meio da contratação de crédito, a *startup* receberá o valor principal, acordado com a instituição financeira, e se comprometerá a pagar futuramente o principal recebido acrescido dos encargos estabelecidos pelo contrato firmado. Assim, “o credor de uma sociedade tem, desde a data de constituição de seu crédito, o direito de exigir, no futuro, o valor emprestado, mais os encargos financeiros oferecidos pela devedora” (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 73).

Observada a relação existente entre *startup* e credor, diferente do que ocorre com o investidor na modalidade sócio, o credor terá direito a um valor determinado, não importará a este último o sucesso ou fracasso do empreendimento, “[...] o direito do credor contra a sociedade devedora é quantitativamente limitado, posto que consiste no valor do principal mais os encargos financeiros preestabelecidos. O credor não pode exigir e não receberá nada além disso” (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 74).

Não é correto pensar que por possuir um valor determinado a ser pago, o credor estará livre de riscos. Como se sabe, a *startup* está inserida em um ambiente de extrema incerteza, o que torna seu sucesso incerto. Mesmo diante do fracasso da *startup*, restará ao credor seu direito ao recebimento do crédito, no entanto, se inexistirem

recursos ou bens a serem penhorados, esse direito não poderá ser exercido. Para PIMENTA e BASTOS, “trata-se do que se pode chamar de risco de insolvência. O credor não recebe se o devedor não tiver bens suficientes para honrar tal compromisso” (2020, p. 75).

Outra diferença entre o sócio e o credor é que esse último não participa do empreendimento, sua única função é fornecer o valor ora solicitado. Assim, não poderá contribuir para o desenvolvimento do empreendimento, a não ser com o fornecimento de recursos. Afirmam PIMENTA e BASTOS, que “o credor não tem, em regra, tal poder de participação, permanecendo – ao contrário – alheio à forma pela qual age a sociedade devedora e são escolhidos os gestores do capital por eles fornecido” (2020, p. 75).

Importante observar que, diante da existência do risco de insolvência para credores, a presença de garantias pode causar grande impacto no fornecimento de crédito pelas instituições financeiras. Aqui aplica-se a mesma lógica apresentada por ASSAF NETO (2020, p. 157) com base nos estudos de FARRELL, abordada no capítulo anterior, que defende que o lucro obtido deve ser proporcional ao risco que se está assumindo.

Sabe-se que as *startups* nem sempre conseguem produzir lucros aos seus titulares e que muitas desenvolvem-se em locais provisórios por não possuírem recursos para adquirirem a estrutura necessárias. Assim, diante da inexistência de bens a serem dados em garantia às instituições financeiras, essas exigirão dos empreendedores que assumam encargos ainda mais significativos que os de costume, haja vista que, com o fornecimento do crédito estarão assumindo riscos consideráveis.

Por fim, quanto à diferenciação apresentada por PIMENTA e BASTOS, destacam os autores que:

Vale repetir que esta distinção leva em conta a realidade fundamental de credores e sócios. Com o evoluir do regime jurídico das sociedades e formas de captação de recursos, acabaram por ser desenvolvidas

formas 'híbridas', como as debêntures perpétuas, as conversíveis em ações ou com remuneração vinculada aos lucros obtidos pela sociedade devedora e mesmo as ações preferenciais sem direito de voto e sem prioridade na repartição dos lucros (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 75).

O surgimento de novas tecnologias e a evolução constante a que a sociedade está submetida exigem do direito, assim como outras áreas do conhecimento, que se adeque a tais mudanças. Esta alteração permanente é essencial para o bom funcionamento da sociedade, caso contrário, a insegurança jurídica se tornaria presente, inviabilizando os pactos firmados entre a população. Em continuação ao estudo proposto por este livro, serão abordadas as fases de classificação das *startups*.

Com o início da *startup*, é natural que seus fundadores estabeleçam metas a serem atingidas pelo empreendimento e passem a trabalhar com o objetivo de alcançá-las. Assim, após sua fundação, a *startup* dá início a uma longa trajetória, devendo superar diversos obstáculos existentes no mercado para se manter em exercício. A trajetória a que se faz referência é comumente dividida de acordo com o volume de investimentos recebidos.

Com base nos estudos de CAMINHA e COELHO a citada trajetória foi dividida em quatro estágios, que terão suas principais características analisadas a seguir.

O primeiro estágio vivido pela *startup* é o estágio embrionário ou *seedstage*. Trata-se de “uma fase pré-operacional para o desenvolvimento de uma ideia, projeto e/ou produto, incluindo *brainstormings*²⁹ e testes iniciais de mercado (possivelmente em alguns poucos clientes beta)” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 38). Em razão da *startup* estar no início

29 O termo *brainstorming* é traduzido pelo dicionário de Cambridge como sendo “an activity or business method in which a group of people meet to suggest a lot of new ideas for possible development”. Tradução livre: o termo *brainstorming* é “uma atividade ou método de negócios em que um grupo de pessoas se reúne para sugerir muitas novas ideias para possível desenvolvimento”.

de seu desenvolvimento, é provável que não possua um produto ou serviço pronto, também conhecido como produto mínimo viável, mas que esteja trabalhando no seu desenvolvimento.

Diante das incertezas que se projetam no futuro das *startups* que se encontram nesta fase, não é habitual que empreendedores consigam financiamento de terceiros estranhos ao empreendimento. Vale destacar que é possível que um terceiro, ao tomar conhecimento dos produtos ou serviços que a *startup* está desenvolvendo, queira participar realizando aportes financeiros, no entanto, trata-se de uma exceção à regra. Como será visto em momento oportuno, neste período de desenvolvimento, são comuns os investimentos realizados pelos próprios fundadores da *startup*, por familiares e amigos, que possuem conhecimento das dificuldades enfrentadas pelo empreendedor.

Em seguida, tem-se o estágio inicial ou *early stage*. Aqui, a *startup* já se encontra mais desenvolvida, “via de regra, já tem uma administração consolidada, um conceito estável de produto e uma estratégia de marketing” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39). Esta fase é composta por *startups* que estão realizando os preparativos finais para lançar seu produto ou serviço no mercado e também por *startups* que estão nos seus primeiros anos de atividade no mercado, mas que ainda não superaram os três anos de existência.

Com o desenvolvimento da *startup*, sua demanda por capital aumenta, porém, nesta fase torna-se mais fácil encontrar financiamento de pessoas estranhas ao empreendimento e aos empreendedores, apesar do investimento realizado por eles ser possível a qualquer momento. Isto acontece em razão da *startup* ter dado início a uma fase em que se tornará um empreendimento sólido no mercado, com produtos ou serviços a serem ofertados à população, desse modo, a *startup* atrai a atenção de investidores.

O próximo estágio a ser analisado é o estágio de expansão ou *expansion stage*. Nesta fase, frequentemente as *startups* estão internamente organizadas e provavelmente já tenham realizado os testes necessários em seus produtos e serviços, que provavelmente atingiram resultados satisfatórios, estando prontos para serem

consumidos ou utilizados por um número maior de pessoas. É provável que exista um mercado consumidor e que a *startup* perceba um aumento em sua receita e ou em seu estoque (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39).

Não significa, porém, que a *startup* esteja produzindo lucro aos seus fundadores e investidores. Diante do pequeno mercado que domina, é preciso utilizar os aportes financeiros que receber de investidores e por meio da venda de produtos ou fornecimento de serviços, no aprimoramento desses e na expansão da *startup*, para que novos mercados sejam atingidos. Nesta etapa, é comum que o empreendimento tenha passado por outras rodadas de financiamento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39 e 40).

A quarta e última etapa definida por CAMINHA e COELHO é o estágio avançado ou *later stage*. Nesta etapa a *startup* já está mais desenvolvida, possui rendimento significativo e se aproxima do momento em que seu faturamento será suficiente para cobrir suas despesas, também conhecido como *breakeven*. É importante destacar que não significa que a *startup* esteja produzindo lucros aos seus fundadores ou investidores, pois o *breakeven* significa apenas que o empreendimento se desprende do anterior auxílio financeiro prestado por fundadores e investidores (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 40).

É possível que a *startup* esteja se aproximando também do evento de liquidez, quando fundadores e investidores vendem suas participações no empreendimento, esta ação também é conhecida como desinvestimento. Para CAMINHA e COELHO, o estágio avançado de desenvolvimento está distante cerca de seis ou doze meses da realização do evento de liquidez e é um importante acontecimento para aqueles que possuem participações no empreendimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 40).

A ABSTARTUPS (2019, s.p.) também apresenta 4 fases para classificar as *startups*. A primeira delas, marcada pelo momento em que a *startup* é tirada do papel, se chama ideiação. Em seguida está a operação, quando busca-se por clientes e o produto já esteja disponível

para aquisição. A tração é a terceira fase, momento em que a *startup* irá crescer, para tanto, rodadas de investimento são realizadas. A última fase se chama scale-up e ocorre quando a *startup* demonstra crescimento significativo.

Apesar das etapas apresentadas acima não possuem marcos objetivos para definir o início e o término de cada fase, dividir a evolução das *startups* em períodos mostra-se demasiadamente importante. Desta forma, é possível observar o modo com que a *startup* tem reagido aos estímulos concedidos por fundadores e investidores, assim como o tempo necessário para superar cada fase, o que torna possível observar a evolução da *startup* e, com base em tais dados, estipular uma média do tempo que levará para atingir seus objetivos.

A seguir, tratar-se-á especificamente das modalidades de investimento disponíveis para aqueles que queiram transferir recursos às *startups*.

5.2 BOOTSTRAPPING

Ao iniciar um empreendimento é natural que as *startups* possuam apenas uma ideia do que se busca alcançar. É possível que não exista nem mesmo uma prévia do produto idealizado, cuja criação ocorrerá ao longo do próprio desenvolvimento da *startup*, que se adequará às exigências dos consumidores conforme suas possibilidades financeiras.

Da mesma forma, por muitas vezes os criadores da *startup* não estão inseridos no ambiente de desenvolvimento de inovações relacionados ao que se quer criar ou não possuem contato com pessoas que possam alavancar o desenvolvimento da *startup* e seus produtos, seja por meio do aporte de recursos ou pelo fornecimento do conhecimento necessário.

Ao se encontrarem nas situações descritas acima, dificilmente os empreendedores à frente da *startup* conseguirão financiamento para desenvolverem suas atividades. Neste caso, caberá aos

empreendedores a difícil tarefa de garantir a evolução da *startup* com recursos próprios, realidade vivida por muitas *startups* no período inicial de desenvolvimento.

Dentre as modalidades de investimento típicas para o período inicial da *startup*, em que o financiamento externo é consideravelmente mais difícil de ser conseguido, está o *bootstrapping*. A tradução literal do termo não parece ter sentido quando se observa sua aplicação no setor financeiro, PIMENTA e LANA demonstram a definição de *bootstrap* e explicam o ocorrido:

O termo *bootstrap* significa, literalmente, alça de bota. É aquele pedaço tecido ou couro que fica na parte de trás da bota, acima do calcanhar. No dia a dia, o objetivo dessa alça é facilitar o calçamento da bota, puxando-a com as mãos. Desde o século XIX, entretanto, o termo levantar a si próprio pelas botas passou a ser usado para designar tarefas difíceis (PIMENTA; LANA, 2020, p. 55).

Já no setor financeiro, o termo *bootstrapping* apresenta significado um pouco diferente. PIMENTA e LANA (2020, p. 54) preocupam-se em apresentar definição ao termo, para os autores “*bootstrapping* é uma forma de autofinanciamento, em que os empreendedores usam seus próprios recursos para darem início à atividade empresária, podendo, assim, iniciar o desenvolvimento da ideia inovadora”.

Os autores SCHWIENBACHER e LARRALDE (2010, p. 08 e 20) também se dedicam a explicar o termo. Para eles, o *bootstrapping* é uma forma criativa para evitar investidores tradicionais, ou seja, são recursos alternativos, haja vista depender de recursos internos e não provenientes de terceiros estranhos ao empreendimento. Como problema desta forma de financiamento, os autores afirmam que ele atrapalha o rápido crescimento do empreendimento.

A autora MALMSTROM (2014, p. 29) também apresenta a criatividade como característica do *bootstrapping*. Para melhor

compreensão do conceito utilizado, alguns exemplos são apresentados, dentre os quais se percebe a solicitação de empréstimo de equipamentos, a aquisição de empréstimos com amigos e familiares, atrasar o pagamento de fornecedores, dentre outros exemplos. Destaca-se que o conceito apresentado pela autora é amplo e que apenas foi citado para que outras perspectivas fossem abordadas, portanto, este livro adota o conceito apresentado por PIMENTA e LANA.

Se a tradução literal do termo for comparada com o significado que passou a assumir quando aplicado no setor econômico, é possível perceber que não houve uma grande alteração, haja vista que em ambos os casos significam “alavancar a si próprio” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 55), no caso da tradução literal referindo-se à bota, enquanto que no setor econômico refere-se à alavancar a própria empresa.

A ABSTARTUPS (2017, s.p.) também divulgou a definição do termo em análise adotada pela associação, para quem “bootstrapping significa começar um negócio a partir de recursos limitados, sem o apoio de investidores”, ou seja, a necessidade de recursos financeiros apresentada pela *startup* nessa modalidade, é inteiramente suprida pelos seus próprios empreendedores.

Provavelmente a grande maioria das *startups* passaram por esta fase de investimento, para não dizer que todas um dia se utilizaram do *bootstrapping*. Isto acontece, pois dificilmente algum empreendedor seria capaz de desenvolver algo sem que um mínimo de seu patrimônio fosse utilizado para financiá-lo. Dificilmente existirão investidores interessados na realização de aportes financeiros durante o período inicial de desenvolvimento, haja vista a inexistência de produtos ou serviços que tornem tal ideia sólida, afastando parcela dos riscos.

O que se percebe corriqueiramente é que, inicialmente, em sua maioria, as *startups* são criadas e desenvolvidas de forma improvisada, ainda que na atualidade, após anos e anos de esforço e evolução, tais empreendimentos tenham se tornado prósperos e detentores de grandes fortunas. Ao narrarem fatos que marcaram o início de suas *startups*, não é difícil encontrar fundadores que dominam o mercado em seus respectivos seguimentos, afirmando que o início das atividades

da *startup* teria ocorrido em seus próprios domicílios, em cômodos vagos ou pouco utilizados, como a garagem do imóvel.

PIMENTA e LANA descrevem com clareza os esforços normalmente realizados por empreendedores para que consigam desenvolver a *startup* no seu período inicial. Para os autores:

Muitas vezes, o empreendedor ou os sócios se mantêm empregados em outra empresa, onde trabalham durante o dia, e financiam a *startup* com uma parte ou a integralidade do seu salário, guardando as madrugadas e finais de semana para se dedicarem ao seu projeto. O empreendedor cria uma reserva financeira, em geral guardando dinheiro do seu salário. Quando sua reserva atinge um valor que considera seguro para iniciar seu negócio, ele abandona o seu emprego fixo e investe todo o seu tempo e o dinheiro da reserva para dar sequência no desenvolvimento da *startup* (PIMENTA; LANA, 2020, p. 54).

A utilização do *bootstrapping* apresenta vantagens aos empreendedores ou sócios, com o objetivo de aproveitar tais vantagens, existem pessoas que recusam ou não buscam por investimentos. Alguns motivos para sua utilização encontram reforço no medo dos empreendedores em “divulgar a ideia inovadora para um terceiro, estranho à sociedade, seja por simples dificuldade dos empreendedores em apresentar a ideia para investidores externos, somada à desorganização da *startup* e ausência de um modelo de negócio” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 54).

A ABSTARTUPS (2017, s.p.) também se preocupou em apresentar alguns motivos que poderiam contribuir para a utilização do auto financiamento em detrimento de investimentos externos, como será visto a seguir.

A primeira vantagem em se utilizar recursos próprios é a diminuição dos riscos de um possível endividamento do empreendedor

ou da *startup* frente à contratação de empréstimos, dessa forma, o empreendedor poderá desenvolver a *startup* sem se preocupar com uma dívida que só aumenta de tamanho (ABSTARTUPS, 2017, s.p.).

Diante da inexistência de bens a serem dados em garantia é comum que os créditos a serem concedidos às *startups* possuam encargos mais altos do que quando concedidos em situações normais. Além do mais, é preciso considerar que o futuro das *startups* está cercado por incertezas, o que torna muito arriscado para o empreendedor se submeter a obrigações financeiras futuras.

Quando a modalidade de investimento adotada consiste em transformar o investidor em sócio ou quotista da *startup*, não se cria uma dívida com a qual o empreendedor deverá se preocupar no futuro, como acontece nos casos de concessão de crédito. Há neste caso certa preocupação com o controle do empreendimento, haja vista a inclusão de novos sócios ou quotistas diluam o poder de decisão dos fundadores quanto ao futuro da *startup*. Outro ponto importante é que sem investimento externo os empreendedores terão que estar atentos à disponibilidade de recursos, em razão da escassez desses (ABSTARTUPS, 2017, s.p.).

Neste sentido, há quem defenda que a utilização do *bootstrapping* contribua para que os empreendedores desenvolvam habilidades de gestão de caixa, é o que defende YE (2017, p. 56). Ao ter que lidar com quantidades pequenas de recursos, os empreendedores serão obrigados a decidir o que de fato é importante para a *startup*, haja vista não existirem recursos disponíveis para tudo.

A última vantagem citada pela associação refere-se à construção de valores e do desenvolvimento de uma cultura próprios da *startup* (ABSTARTUPS, 2017, s.p.). Com o controle da *startup* nas mãos de seus fundadores, esses terão maior sucesso em inserir suas vontades no empreendimento, ou seja, a *startup* se tornará um reflexo da visão que os empreendedores possuem do nicho em que estão se inserindo.

PIMENTA e LANA concordam com tais vantagens e também reservam espaço para abordá-las em seu livro. Os autores afirmam que “o *bootstrapping* tem como benefício o fato de que não haverá

interferência externa na *startup*, seja na governança, seja na participação societária, dando aos empreendedores maior liberdade e flexibilidade no exercício da empresa” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 55).

A utilização do *bootstrapping* normalmente se dá nos períodos iniciais da *startup* e apresenta muitas vantagens aos empreendedores que possuem reservas financeiras para arcar com o seu desenvolvimento inicial. No entanto, dificilmente o empreendedor terá capital para suportar longos períodos ou mesmo a expansão da *startup* que, além de consumir recursos próprios de seus empreendedores, nem sempre apresenta lucros a esses.

Neste mesmo sentido, afirmam PIMENTA e LANA (2020, p. 55) que “mesmo com os aportes iniciais feitos pelos sócios, haverá um determinado momento que a *startup*, para prosseguir com o desenvolvimento do projeto, demandará mais recursos financeiros, além daqueles já aplicados pelos sócios”.

Outro ponto negativo apresentado pelo *bootstrapping* é que dá ênfase na economia marginal, negligenciando novas oportunidades, o que pode atrapalhar a aquisição de investimentos no futuro, em razão dos empreendedores estarem focados apenas em como a *startup* poderá sobreviver por mais tempo sob o *bootstrapping*. Da mesma forma, acredita-se que o *bootstrapping* impõe aos empreendedores desenvolverem tarefas que são de menor importância e que poderiam ser resolvidas por outros, enquanto os empreendedores se dedicassem às tarefas de maior importância (YE, 2017, p. 56).

Sem recursos para desenvolver o empreendimento, restam apenas duas escolhas ao empreendedor. A primeira é encerrar a *startup*, lançando mão de tudo que já foi desenvolvido e investido no projeto. A segunda opção é recorrer a quem tenha recursos de sobra para que realize aportes financeiros na *startup*, tornando essa novamente viável.

5.3 MONEY LOVE: FAMILY, FRIENDS AND FOOLS

Esgotadas as reservas financeiras dos empreendedores, para que a *startup* possa prosseguir com seu desenvolvimento, dependerá de aporte financeiro a ser realizado por terceiros. Conforme a *startup* evolui, desenvolvendo e aprimorando seus produtos e serviços, torna-se mais fácil conseguir credibilidade e recursos de investidores desconhecidos, no entanto, esta não é a realidade de *startups* que ainda estão no início de suas atividades.

Para as *startups* que estão no início de suas atividades, portanto sem um produto ou serviço desenvolvido, há uma modalidade de investimento conhecida como *Family, Friends and Fools*³⁰ (FFF), que se refere às pessoas que normalmente realizam aportes financeiros em *startups* em fases iniciais de desenvolvimentos, geralmente após o esgotamento das reservas financeiras dos empreendedores.

PIMENTA e LANA (2020, p. 56) ensinam que nesta modalidade, são pessoas próximas aos empreendedores que realizam os aportes financeiros, como familiares e amigos, por essa razão, esta modalidade de investimento também é conhecida como *love money*. O investimento se dá, principalmente, pelo parentesco ou pela proximidade entre investidor e empreendedor.

Em regra, este investimento é realizado por pessoas que acreditam no potencial do empreendedor e não necessariamente no empreendimento em si. Em seu íntimo, o que move esses investidores é o desejo por participar e contribuir para as conquistas do empreendedor. Por esta razão também são chamados de tolos, haja vista não estarem preocupados com a viabilidade do empreendimento, em conhecer a empresa ou saber se existe um produto mínimo viável (PIMENTA e LANA, 2020, p. 56).

Importante destacar aqui a divergência existente entre a compreensão do terceiro F da sigla, que no original se refere a palavra *fool*. Há autores que defendem que a palavra *tole* se refere

30 Tradução livre: “família, amigos e tolos”.

aos familiares e amigos que realizam aportes financeiros em razão da relação afetiva existente entre eles e o empreendedor, sem que para isso critérios técnicos sejam analisados, como exemplo a probabilidade de sucesso do empreendimento. Esta linha de pensamento é adotada por PIMENTA e LANA, razão pela qual também se referem ao termo utilizando a expressão *love money*.

Por outro lado, há autores que defendem que o terceiro F da sigla está relacionado a uma terceira pessoa, possivelmente uma desconhecida, que também lança mão de uma análise minuciosa do empreendimento e suas possíveis fraquezas. Deste modo, os aportes financeiros são realizados sem justificativas fundamentadas, são realizados por pessoas desavisadas que, em muitos casos, desconhecem o que estão fazendo (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 55).

Em relação a esta definição de *fools*, HALCÓN afirma que

[...] son los más valientes ya que a diferencia de los dos anteriores no existe ningún tipo de vínculo emocional con las personas que necesitan la financiación, simplemente confían en la persona y apuestan por la idea de negocio. Este inversor o grupo de inversores buscan una mayor implicación en el proyecto que los dos grupos anteriores y diferentes condiciones en lo que respecta a devoluciones de prestamos³¹ (HALCÓN, 2015, p.15).

A justificativa para o recebimento de apoio de pessoas próximas está conectada à realidade vivida pelo empreendedor. Quando este inicia uma *startup*, é comum que suas ações sejam realizadas com o fim de contribuir para o sucesso do empreendimento, dia e noite dedicados à conquista de metas e resultados estabelecidos.

31 Tradução livre: “[...] são os mais corajosos, pois, ao contrário dos dois anteriores, não existe qualquer tipo de vínculo afetivo com as pessoas que precisam do financiamento, simplesmente confiam na pessoa e apostam na ideia do negócio. Este investidor ou grupo de investidores procura um envolvimento maior no projeto do que os dois grupos anteriores e condições diferentes no que diz respeito ao reembolso do empréstimo”.

O jornal *The Economist* publicou matéria em que trata das dificuldades enfrentadas por empreendedores ao desenvolverem suas *startups*. É possível encontrar no texto o depoimento de Phil Libin, desenvolvedor da Evernote, que trabalha com armazenamento de documentos. Libin afirma que “it is amazingly difficult work – you have no life balance, no family time, and you will never work harder in your life³²” (THE ECONOMIST, 2014a, s.p.).

Outro trecho citado pela matéria ainda contou com o depoimento de Aaron Levie, fundador da Box, que trabalha com armazenamento em nuvem. Apesar do sucesso do empreendimento, sobre as dificuldades enfrentadas no desenvolvimento de sua *startup*, Levie afirma que “spent two and a half years sleeping on a mattress in his office, living off spaghetti hoops and instant noodles³³” (THE ECONOMIST, 2014a, s.p.).

Todo este esforço é testemunhado não só pelas pessoas que participam da *startup*, como cofundadores e funcionários, mas é também compartilhado por familiares e amigos que de alguma forma estão conectados ao empreendedor. É possível que ao tomarem conhecimento destas dificuldades, familiares e amigos se compadeçam e queiram ajudar o empreendedor investindo na *startup*. Neste mesmo sentido:

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 concluir que seu sobrinho merece algum capital para tocar sua grande ideia. Se um amigo ficou admirado pela ambição e persistência, ele pode acreditar que vale a pena investir baseado em confiança no empreendedor. Se um ex-colega de faculdade que ganhou uma herança ouviu falar nos

32 Tradução livre: “é um trabalho incrivelmente difícil - você não tem equilíbrio na vida, não tem tempo para a família e nunca vai trabalhar mais duro na sua vida”.

33 Tradução livre: “passou dois anos e meio dormindo em um colchão em seu escritório, vivendo de aros de espaguete e macarrão instantâneo”.

reencontros de turma que há um empreendedor no grupo, ele poderá decidir impulsivamente investir parte da tal herança sem fazer muitas perguntas (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 41 e 42).

Portanto, concluem CAMINHA e COELHO (2020, p. 42) que “o ponto comum entre essas três pessoas é que suas razões para investir no empreendedor não são estritamente econômicas na lógica do agente maximizador, mas usualmente afetivas ou impulsivas”, em consonância com o que se disse anteriormente.

PIMENTA e LANA (2020, p. 56) afirmam que os valores disponibilizados à *startup* nesta modalidade de investimento são baixos, não ultrapassando os R\$50.000,00 (cinquenta mil reais). Como dito no subtópico 5.1 desta obra, os investidores terão duas formas de lucrar com este investimento, que se torna possível pela aquisição de quotas ou ações da *startup* ou por meio do recebimento de juros, caso haja uma concessão de crédito à *startup*, a depender do pacto firmado entre investidor e *startup*.

PIMENTA e LANA citam algumas vantagens para o empreendedor ao utilizar a modalidade de investimento FFF. Na íntegra, afirmam os autores:

Facilidade de negociação de valores e devolução;
Há confiança mútua entre os empreendedores e investidores;
Há um menor custo de transação, tendo em vista que a *startup* não precisará se submeter à alta taxa de juros comumente cobrada pelos bancos;
A burocracia poder ser evitada, bastando uma apresentação didática do projeto e das previsões do negócio (PIMENTA; LANA, 2020, p. 56).

Percebe-se que, em razão da negociação ocorrer entre pessoas próximas nesta modalidade de investimento, é possível que a confiança existente entre as partes não só tenha se estabelecido previamente à

contratação, mas também que seja fruto de anos de convívio. A partir desta confiança, muitas ações que possuem como função equilibrar deveres e direitos entre desconhecidos, com o fim de reduzir as chances de prejuízos, podem ser deixadas de lado. Deste modo, a contratação, que antes se apresentava rígida, torna-se flexível e menos burocrática.

A este respeito, a ausência de formalidade normalmente contribui para que o investimento nesta modalidade aconteça de forma célere. Outra possibilidade é a transferência dos recursos antes mesmo da assinatura do pacto que regulará a relação (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 55), características que dificilmente poderiam ser verificadas na ausência de confiança mútua, anterior à contratação.

A flexibilização a que se refere o parágrafo anterior não provoca a extinção das regras, apenas causa o abrandamento dessas, em razão da confiança preexistente à contratação. Desse modo, é preciso firmar os termos do pacto entre investidor e *startup*, pois trata-se de negócio jurídico. Da mesma forma, os investidores precisam ter em mente que “sempre existe a possibilidade de o retorno demorar mais do que o esperado ou, ainda, do negócio não dar certo e não houver retorno devido a fatores internos e/ou externos” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 57).

CAMINHA e COELHO (2020, p. 42) afirmam que os investidores da modalidade FFF não possuem grandes expectativas de retorno do investimento realizado, principalmente em razão da alta taxa de mortalidade dessas *startups*, que ainda estão iniciando o seu desenvolvimento, assim, defendem que recuperar o valor principal investido seria suficiente para que se coloque fim ao compromisso assumido. Apesar do posicionamento defendido pelos autores, é preciso considerar que esta pode não ser a vontade de todos os investidores, sendo assim, faz-se necessário adotar medidas que padronizem os investimentos, como a adoção de contratos.

O contrato firmado entre empreendedor, que optou pelo recebimento de investimento pela modalidade FFF, e investidor deve

apresentar cláusulas que tratem de pontos comumente abordados por outros contratos. A título de exemplo, cita-se como imprescindíveis, aquelas cláusulas que estabeleçam o valor que se está investindo, a contraprestação a que se submete a *startup*, as garantias que assegurarão a negociação, a existência de direito a arrependimento ou não, dentre outras cláusulas que as partes julgarem necessárias (PIMENTA; LANA, 2020, p. 57).

Para PIMENTA e LANA, outras duas características importantes precisam ser citadas acerca do investimento FFF. Em primeiro lugar, ao realizar o aporte financeiro, o investidor não poderá aconselhar os fundadores no momento de tomada de decisões, uma vez que esta modalidade de investimento não possui valor agregado. Em segundo lugar, característica que deriva da confiança preexistente à contratação, a prestação de contas se dará de forma simplificada, com baixa ou nenhuma exigência quanto à sua realização (PIMENTA; LANA, 2020, p. 57).

Ainda, é preciso considerar que problemas envolvendo os investidores desta modalidade podem causar reflexos nas relações afetivas que contribuíram para a realização do aporte financeiro. Algumas hipóteses foram apresentadas por CAMINHA e COELHO (2020, p. 43), que afirmam que “se a startup perder um administrador relevante, passar por um período longo sem gerar receita, ou sofrer qualquer outro evento que faça seu futuro parecer incerto, o *family, friend or fool* pode se sentir prejudicado ou até enganado”.

Nestes casos, é provável que, além de lidar com os problemas societários, será preciso tratar o vínculo existente entre investidor e empreendedor para que o amigo ou familiar não se torne inimigo do empreendedor, ou ainda, como uma forma de evitar que outros familiares ou amigos se envolvam na discussão, desgastando ainda mais as relações pessoais existentes (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 43).

Apesar do empreendedor colocar em risco suas relações afetivas, a utilização da modalidade de investimento FFF em muito contribui para o bom desenvolvimento da *startup*, pois pode ser exercido em uma fase em que conseguir investimento é uma atividade

extremamente complexa, sendo assim, não é interessante descartá-la sem que existam outras estratégias de investimento a serem adotadas pelos fundadores da *startup*.

5.4 INVESTIDOR-ANJO

A próxima modalidade de investimento a ser analisada é o investidor-anjo, cuja atuação está regulamentada pela lei complementar nº 123 de 2006, que passou a prever a modalidade após sofrer alterações pela lei complementar nº 155 de 2016. NUNES (2020, p. 122) afirma que a figura do investidor-anjo parece ser uma mescla entre a sociedade em conta de participação e o contrato de mútuo, apesar das diferenças existentes.

VALENTE também reconhece a proximidade do investidor-anjo em relação ao sócio participante da sociedade em conta de participação, afirma a autora que “o investidor anjo poderia ser compreendido como o sócio oculto ou participante, [...] seu posicionamento na empresa é viabilizar os recursos, para que junto com o sócio ostensivo seja constituído o patrimônio especial” (VALENTE, 2019, p. 135).

Assim como as modalidades de investimentos analisadas até aqui, o investidor-anjo em muito contribui para o desenvolvimento da *startup*. A seguir, serão analisadas algumas das suas características.

Importante observar que a relação existente entre investidor-anjo e empreendedores se dá por meio de contrato de participação (BRASIL, 2006, s.p.). Sendo assim, seria tecnicamente mais correto acrescentá-lo ao tópico que trata dos contratos de investimento. No entanto, optou-se por apresentá-lo neste tópico, por ser uma modalidade de investimento muito comum entre investidores e por normalmente ser utilizado quando a *startup* apresenta certo desenvolvimento, após o recebimento de investimentos baseados nas relações de afinidade cultivadas anteriormente pelo empreendedor.

Na maioria das vezes o investidor-anjo é o primeiro contato da *startup* com investimentos provenientes de pessoas com as quais

seus integrantes não tenham contato afetivo, ou seja, trata-se de pessoas estranhas ao empreendimento, interessadas em participar da distribuição de lucros que a *startup* possa gerar ou ainda, é possível que o investidor-anjo tenha interesse em se tornar parte do quadro de sócios ou quotistas do empreendimento (PIMENTA; LANA, 2020, p. 58).

Inicialmente, faz-se importante esclarecer os motivos que levaram à adoção do termo investidor-anjo para se referir a esta modalidade de investimento. PIMENTA e LANA, ao tratarem das características do investidor-anjo, apresentam o tema com grande clareza:

O investidor-anjo, em regra, é um empreendedor com experiência no mundo empresarial, motivo pelo qual também atua como um mentor da *startup*. Daí o termo ‘anjo’, pois, além do investimento financeiro, este investidor também auxilia as *startups* repassando o seu conhecimento aos empreendedores e os auxiliando a ampliar o seu network, através de compartilhamento da sua rede de contatos (PIMENTA; LANA, 2020, p. 58).

Ao decidir investir em determinada *startup* o investidor-anjo não realiza apenas aportes financeiros, sua contribuição vai além e permite a incorporação de experiências empresariais vividas em outros empreendimentos, que poderão contribuir em grande medida para a realidade recém inaugurada da *startup*. Como exemplo da contribuição proporcionada pelo investidor-anjo, além dos recursos recebidos, “há a troca de informações, compartilhamento de rede de contatos, mentorias, a ajuda e acompanhamento no desenvolvimento e ampliação do modelo de negócio da *startup*” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 58).

Como visto, o investidor-anjo não contribui para o empreendimento apenas com o aporte financeiro. O auxílio prestado por ele vai além e é destacado pela autora VALENTE:

[...] o investidor anjo vem a cada dia se reinventando no que tange a sua atuação, promovendo entre empresas, idealizadores e companhias, um investimento não apenas financeiro, mas também intelectual, por meio de orientações e diretrizes. Afinal, grande parcela desses investidores são ou eram partes atuantes do mercado de negócios, sendo alguns empresários com ampla experiência na sua área de atuação, mas que desejam investir o seu capital em novas ideias e expertise. Em outras palavras, estão atentos às inovações de mercado por conta da tecnologia que a cada dia avança em termos de fornecimento de facilidades ao consumidor (VALENTE, 2019, p. 129).

Quando além do fornecimento de recursos financeiros o investidor ou grupo de investidores também fornecem suporte ou apoio estratégico à *startup*, que decorre de experiências vividas enquanto empreendedor de sucesso, acumuladas ao longo da vida, temos o que se conhece por *smart money*³⁴, tradicionalmente vinculado ao investidor-anjo, mas também presente em outras modalidades de investimento, como o *venture capital* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 119).

Deste modo, ao adotar a modalidade de investimento investidor-anjo, a *startup* recebe mentorias de um grande conhecedor do mercado, cuja atuação poderá aumentar as chances de sucesso do empreendimento. PIMENTA e LANA (2020, p. 58) destacam que o objetivo do investidor-anjo não está limitado ao recebimento de lucros, mas visa também proporcionar a evolução da *startup*. CAMINHA e COELHO (2020, p. 119) afirmam que “anjos investem o produto

34 Cuja tradução literal se aproxima de dinheiro inteligente.

material e imaterial dos seus sucessos passados para construir novos sucessos”, essa frase resume bem a ação dos investidores-anjo.

Neste sentido, apesar do investidor-anjo desejar o lucro como qualquer outro investidor, as motivações não-financeiras que permeiam a relação, encontram fundamentos na satisfação pessoal de poder contribuir para que um novo empreendimento alcance o sucesso ou ainda, contribuir para que uma *startup* torne a sociedade mais justa e saudável. Assim, ao final, o sucesso do empreendimento será visto, pelo investidor-anjo, como um troféu conquistado graças à sua contribuição (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 127 e 128).

Os dispositivos legais que tratam da realização de aportes financeiros pelo investidor-anjo em microempresas e empresas de pequeno porte, possuem como objetivo “incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos” (BRASIL, 2006, s.p.). A lei ainda ressalta que o valor concedido ao empreendimento não integrará o seu capital social e que o contrato firmado terá duração máxima de sete anos (BRASIL, 2006, s.p.).

Diante da importância dos recursos e do auxílio fornecido por investidores-anjo, a lei que trata de sua regularização prevê termos extremamente abrangentes ao se referir aos legitimados que poderão se utilizar desse mecanismo para investir. Há previsão expressa para que se enquadrem como investidores-anjo as pessoas físicas, pessoas jurídicas e os fundos de investimento (BRASIL, 2006, s.p.). Tal previsão favorece a utilização do instituto e amplia as possibilidades de auxílio a serem fornecidos ao empreendedor.

A este respeito, é preciso dizer que existem grupos criados por investidores-anjo com o fim de contribuir para realização dos investimentos. Nestes grupos, há o compartilhamento de experiências entre os seus membros e diversas palestras, eventos e treinamento voltados para o aperfeiçoamento da técnica em benefício dos investidores são realizados, para que estes adotem medidas capazes de evitar possíveis prejuízos.

Os autores BONINI, CAPIZZI, VALLETTA e ZOCCHI realizaram uma pesquisa em que analisam investidores-anjo que decidiram

se unir, criando grupos de investimento para realizarem aportes financeiros em empreendimentos. Dentre os resultados alcançados, os autores apresentam as vantagens atingidas por tais grupos. Assim, concluem os autores:

Affiliation with an angel group generates valuable information and risk reduction effects that ultimately increase the amount of capital that angels invest in new ventures. Similarly, BAN members enjoy significant diversification benefits, larger deal flows, and access to network screening and monitoring skills³⁵ (BONINI; CAPIZZI; VALLETTA; ZOCCHI, s.d., p. 30).

A criação de grupos de investidores-anjo contribui para diminuição dos valores investidos individualmente em empreendimentos específicos, por outro lado, diversifica a carteira de investimentos. Quanto ao monitoramento dos empreendimentos, a grande quantidade de investidores facilita sua execução, uma vez que cada empreendimento terá diversos responsáveis pelo processo de aconselhamento, havendo revezamento entre eles.

CAMINHA e COELHO questionam porque os investidores-anjo não utilizam apenas a modalidade de investimento *equity crowdfunding*, haja vista que esta modalidade de investimento também tem o objetivo de realizar aportes financeiros em *startups* que estejam em níveis iniciais de desenvolvimento. Sugerem os autores que a adoção do *equity crowdfunding* provocaria a diminuição dos custos de oportunidade e uma economia de tempo, haja vista que a plataforma poderia se encarregar de analisar, avaliar a *startup* e informar se de fato merece ou não receber os valores disponíveis para investimento,

35 Tradução livre: “a afiliação a um grupo de anjos gera informações valiosas e efeitos de redução de risco que, em última análise, aumentam a quantidade de capital que os anjos investem em novos empreendimentos. Da mesma forma, os membros do BAN desfrutam de benefícios de diversificação significativos, fluxos de negócios maiores e acesso a triagem de rede e habilidades de monitoramento”.

processo conhecido como *due diligence* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 125).

Apesar das vantagens que podem ser constatadas pela organização dos investidores-anjo em grupos, em razão dos riscos envolvidos em todo o procedimento, existem pessoas que preferem manter o seu formato tradicional, em que o próprio investidor aplica as melhores práticas da modalidade que “incluem uma *due diligence* extensa da *startup* e seus fundadores, abrangendo ativos tangíveis e intangíveis, nível dos gestores, projeção do crescimento, viabilidade tecnológica do produto, estudo do mercado-alvo e outros” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 125).

Com o fim de criar um ambiente ainda mais propício à utilização do investidor-anjo e impedir a realização de interpretações incompatíveis com o real objetivo do instituto, o legislador se preocupou em fixar alguns direitos no artigo 61-A, §4º da lei em questão, afirmando que:

- I – não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;
- II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil;
- III – será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos (BRASIL, 2006, s.p.).

Diferentemente do que acontece com outras modalidades de investimento, o investidor-anjo não poderá decidir pelo empreendimento e nem ocupar cargos de decisão. Esta medida impede a diluição do poder de decisão dos empreendedores e permite a esses aplicar ou não as sugestões apresentadas pelo investidor-anjo. Por outro lado, ao se manter distante de cargos com poder de decisão dentro do empreendimento, o investidor-anjo naturalmente se afasta de possível responsabilização.

A este respeito, NUNES destaca a proteção concedida ao investidor-anjo, em razão da própria legislação afastar do investidor a função de sócio do empreendimento. Afirma o autor que “pelo fato do investidor-anjo não ser sócio, a proteção do patrimônio pessoal, evidentemente, é maior. O risco do investidor-anjo, necessariamente, será o valor aportado, caso o negócio não venha a dar certo” (NUNES, 2020, p. 122).

Com o objetivo de impedir que o investidor-anjo seja responsabilizado pelas ações dos empreendedores, o dispositivo legal citado acima, em seu inciso segundo, reforça que esse não responderá por dívidas do empreendimento e expressamente afasta as hipóteses de recuperação judicial e de desconsideração da personalidade jurídica prevista no CC. Com este dispositivo, percebe-se que há um objetivo claro de se promover a proteção do investidor-anjo que, por consequência, se sentirá mais seguro ao investir e ao realizar investimentos mais vultosos.

Importante observar que a proteção concedida ao investidor-anjo pelo inciso II do §4º do 61-A, é maior do que a concedida ao sócio participante de uma sociedade em conta de participação. Segundo NUNES, isto se deve ao fato de que a jurisprudência já reconheceu a responsabilidade de sócio participante, que em tese são sócios, perante créditos trabalhistas e fiscais. Por outro lado, o investidor-anjo não é considerado sócio, assim, não pode responder por nenhum crédito assumido pela sociedade (NUNES, 2020, p. 123).

O terceiro inciso aborda a remuneração do investidor-anjo, estabelecendo período máximo de cinco anos para seu recebimento. Em relação a remuneração é preciso observar o §6º do artigo 61-A que complementa o assunto, esse dispositivo afirma que o direito à remuneração proveniente da distribuição de resultados surgirá para o investidor-anjo ao final de cada período e não poderá ultrapassar 50% dos lucros do empreendimento (BRASIL, 2006, s.p.).

Após o investimento, caso o investidor-anjo queira deixar o empreendimento, esse terá que seguir o estabelecido pelo §7º do artigo 61-A da mesma lei. Este dispositivo estabelece prazo mínimo para que

o investidor-anjo deixe o empreendimento, que é de dois anos a partir do aporte de capital, no entanto, no momento da contratação é possível estabelecer prazo mínimo superior a este período. Para resgatar os valores devidos ao investidor-anjo, deverá ser observado o disposto no artigo 1.031 do CC e o limite imposto pelo §7º da lei complementar em análise, que afirma que o valor a ser recebido pelo investidor-anjo não pode “ultrapassar o valor investido devidamente corrigido” (BRASIL, 2006, s.p.).

Outros direitos importantes concedidos pela legislação ao investidor-anjo são o direito de preferência e o direito de venda conjunta de sua participação. Apesar da grande diferença existente entre eles, uma vez que em um o investidor-anjo compra o empreendimento enquanto que no outro o investidor-anjo vende, em ambos os casos o exercício destes direitos dependerá da venda da *startup* pelos seus fundadores (BRASIL, 2006, s.p.).

A diferença entre eles reside no fato de que, o direito de preferência concede ao investidor-anjo o direito de adquirir a *startup* nas mesmas condições oferecidas por terceiros, enquanto que o direito de venda conjunta permitirá a venda de sua participação pelos termos e condições apresentados por terceiros aos sócios da *startup*, quando esses decidirem vender suas respectivas participações (BRASIL, 2006, s.p.).

PIMENTA e LANA abordam a cautela com que se deve tratar os requisitos estabelecidos pela lei complementar 123 de 2006, que deverão ser observados para que se atinja os objetivos traçados. Segundo os autores, “nota-se que referida Lei Complementar trouxe alguns requisitos formais para a caracterização de um contrato de participação. Caso estes requisitos não sejam atendidos, não haverá contrato de participação, mas sim um contrato de mútuo comum” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 60).

Em relação ao contrato de participação, VALENTE (2019, p. 141) afirma que se trata de contrato atípico, vale ressaltar que esta é uma condição permitida pela legislação brasileira. Com a promulgação da lei 155 de 2016, VALENTE afirma ter ocorrido certo desestímulo ao uso

do contrato de mútuo, muito utilizado até então entre investidor-anjo e empresário.

Cumpridos os requisitos formais para configuração de contrato de participação, faz-se importante observar que existem cláusulas extras que podem ser adotadas com o objetivo de proteger o investidor-anjo. Tais cláusulas serão analisadas a seguir.

Tag Along e Drag Along

As cláusulas *tag along* e *drag along* permitem ao investidor-anjo vender sua participação a terceiros quando a oferta inicial não havia sido dirigida a ele. A respeito da cláusula *tag along*, é importante observar que não existe apenas no mundo do investidor-anjo, mas faz-se presente também no mercado de capitais. Há uma pequena diferença entre os dois ambientes de aplicação, no entanto, como apenas o primeiro interessa a este livro, a apresentação do *tag along* no mercado de capitais será deixada para uma outra oportunidade.

Por meio da cláusula *tag along*, permite-se ao investidor-anjo vender sua participação na *startup* para terceiro, quando esse demonstrar interesse na aquisição das quotas ou ações de um ou mais detentores de participação social, que não o investidor-anjo. Nesta hipótese, a aquisição da participação do investidor-anjo se dará nas mesmas condições financeiras oferecidas ao(s) detentor(es) das quotas ou ações da *startup* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 181).

A cláusula *tag along* possui grande importância para sócios que integram os mais diversos tipos de empreendimentos, principalmente para aqueles que possuem pouco poder de decisão, como os sócios minoritários. Neste sentido, a autora VARGAS afirma que tal cláusula é “mecanismo de protección de los socios minoritarios orientado a facilitarles la salida y la desinversión ante eventuales cambios de control³⁶” (VARGAS, 2016, p. 69).

36 Tradução livre: “mecanismo de proteção aos acionistas minoritários com o objetivo de facilitar a saída e o desinvestimento em caso de mudança de controle”.

O autor DOMÍNGUEZ segue a mesma linha adotada por VARGAS, para quem a cláusula *tag along* também pode ser chamada de *pactos de acompañamiento*. Para o autor, a referida cláusula possui a importante função de garantir aos sócios minoritários “una opción o facultad de retirarse de la sociedad en caso de que el socio mayoritario enajene sus acciones o participaciones, evitando permanecer en esta cuando el socio mayoritario con el que decidieron formar parte de la sociedad la abandone”³⁷ (DOMÍNGUEZ, 2019, p. 06).

A cláusula *tag along* encontra fundamento na relação existente entre o investidor-anjo e os fundadores da *startup*, como afirmam os autores citados acima. Neste mesmo sentido, CAMINHA e COELHO declaram que “essa possibilidade de saída é uma decorrência lógica do conceito de que o investimento anjo é fortemente baseado no empreendedor por trás da startup (logo, não faria sentido continuar na empresa sem ele)” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 181).

Em momento anterior, observou-se que no processo de seleção da *startup* a receber aportes por investidores-anjo aplica-se a ferramenta *due diligence*, em que diversas informações da *startup* são analisadas com o objetivo de que se escolha aquela que apresente maiores chances de sucesso. Durante esta análise, considera-se também informações relacionadas aos fundadores da *startup*, tamanha relevância que representam para o sucesso do empreendimento.

Destaca-se que para o exercício desta cláusula não é preciso que todos os integrantes da *startup* vendam suas ações. No entanto, caso haja interesse na aquisição total da sociedade, a *tag along de salida conjunta total* “prevé la adquisición por el potencial adquirente de la totalidad de las partes de socio (acciones o participaciones sociales) ofrecidas por los interesados” (VARGAS, 2016, p. 71).

A cláusula *drag along*, por sua vez, poderá ser exercida quando o quotista ou acionista recebe a oferta de terceiro por sua participação na *startup*, mas decide não aceitar a proposta. Neste caso, o

37 Tradução livre: “uma opção ou poder de retirar-se da sociedade no caso de o sócio maioritário alienar as suas ações ou participações, evitando-se nela permanecer quando o sócio maioritário com quem decidiu fazer parte da sociedade a deixar”.

investidor-anjo pode alienar sua participação nas mesmas condições oferecidas pelo terceiro e ainda, utilizando-se da cláusula *drag along*, poderá obrigar os demais integrantes da *startup* que vendam suas respectivas participações, ainda que não concordem com a alienação (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 181).

Em relação à definição da cláusula *drag along*, GUILARTE apresenta conceito parecido. Para o autor:

Quien decide vender su participación, cuenta con el amparo de una cláusula que le permite llevar a los demás socios que la firmaron a que hagan lo propio, a que sigan su decisión de vender al oferente seleccionado por el primero. Los demás socios se ven arrastrados a una decisión societaria y patrimonial que tiene su origen en la voluntad de otro³⁸ (GUILARTE, 2018, s.p.).

Neste ponto, importante observar como a vontade dos integrantes das sociedades afetados pelos efeitos das cláusulas *tag* e *drag along* apresentam-se de forma diferente. Na presença da cláusula *tag along* o sócio tem o poder de escolha, sendo capaz de vender ou não sua participação, a depender exclusivamente de sua vontade. Na cláusula *drag along*, por outro lado, o sócio é obrigado a vender sua participação, independentemente de esse ser seu desejo, que estará submetido à vontade do outro sócio. Em resumo, de um lado está uma faculdade, enquanto que do outro uma obrigação (DOMÍNGUEZ, 2019, p. 07 e 08).

CAMINHA e COELHO (2020, p. 181) analisam a razão de existir da cláusula *drag along* de duas maneiras. A primeira, sob um viés econômico, fundamenta-se no fato de que os adquirentes, em sua

38 Tradução livre: “Quem decide vender a sua participação tem a proteção de cláusula que lhe permite levar os demais sócios que a assinaram a fazerem o mesmo, a seguir a sua decisão de venda ao licitante escolhido pela primeira. Os demais sócios são atraídos por uma decisão societária e patrimonial que tem origem na vontade de outrem”.

maioria, teriam interesse em adquirir o controle da *startup*, o que não se tornaria possível com a aquisição da pequena participação do investidor-anjo, apenas. Em segundo, sob um viés jurídico, percebe-se que ao investidor-anjo é dado o direito de decidir pela venda da *startup*, a esse respeito, afirmam os autores que, na prática, para que todos os demais integrantes da *startup* exerçam o desinvestimento, basta que a proposta de aquisição seja aceita pelo investidor-anjo.

Quando presente a cláusula *drag along*, é comum que sejam fixados entre os empreendedores e o investidor-anjo, condições mínimas para o seu exercício (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 181). Desta forma, os empreendedores no exercício da *startup* não ficam sujeitos ao arbítrio exclusivo do investidor-anjo e sabem, desde o início que, presentes os requisitos estabelecidos com o consentimento deles, é possível que tenham que exercer o desinvestimento, se assim desejar o investidor-anjo.

A este respeito, GARCÍA (2013, s.p.) propõe aos seus leitores que imaginem uma situação em que, na presença da cláusula *drag along*, o sócio detentor de tal direito, percebendo que o empreendimento irá gerar grandes lucros no futuro e querendo tomar por si o controle total do negócio, solicite a um terceiro que simule ofertar determinado valor para comprar a participação dos sócios em seu lugar.

Para evitar este tipo de situação, em que a cláusula *drag along* está sendo utilizada indevidamente, é aconselhável estabelecer proibições no contrato que vedem “que la oferta sea realizada por familiares de los socios o accionistas, sociedades controladas directa o indirectamente por éstos o por personas notoriamente vinculadas a ellos”³⁹ (GARCÍA, 2013, s.p.).

Apesar da cláusula *drag along* ser muito importante para o empreendimento, por exemplo facilitando sua venda na integralidade para pessoas interessadas em sua manutenção exclusiva, o contrato

39 Tradução livre: “que a oferta seja feita por familiares dos sócios ou acionistas, sociedades direta ou indiretamente por eles controladas, ou por pessoas notoriamente vinculadas a eles”.

deve estabelecer limitações ao exercício da cláusula, evitando assim a concentração de poder de decisão sob o domínio de poucos.

Outro ponto importante e que deve ser abordado pelo contrato é o estabelecimento de penalidades, a quem eventualmente descumprir o dever de alienar sua participação na sociedade. Diante do exercício da cláusula *drag along* por algum sócio e tendo em vista a pluralidade de indivíduos que serão afetados, é possível que alguém se sinta no direito de reter para si sua participação, contrariando o pacto firmado anteriormente.

Direito de Primeira Oferta e *Lockup*

Outra cláusula que em muito beneficia o investidor-anjo é o direito de primeira oferta. Diferentemente do que acontece com o direito de preferência, em que o investidor-anjo pode adquirir a participação dos empreendedores nas mesmas condições oferecidas por terceiros, o direito de primeira oferta impõe aos empreendedores da *startup* que, em caso de venda de suas participações na *startup*, primeiro deve-se oferecer ao investidor-anjo. Caso este não tenha interesse em adquirir a participação que se quer vender, por recusa expressa, o empreendedor estaria autorizado a oferecer a terceiro (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 182).

Esta cláusula também é conhecida como *first offer* e sua presença no contrato

[...] assegura a um beneficiário o direito de fazer a primeira oferta em relação às quotas/ações que serão alienadas pelo seu titular. O vendedor é livre para aceitar ou rejeitar a oferta, e o vendedor é sempre livre para retornar ao titular do direito de *first offer* caso não consiga encontrar uma oferta melhor (mas, é claro, o comprador é também livre para reduzir a sua oferta inicial) (SEIXAS, s.d., s.p.).

Importante ressaltar que a existência de cláusula que assegure o direito de preferência ao investidor-anjo pode contribuir para certa diminuição da liquidez da *startup*. Isto ocorre em razão do desestímulo causado em terceiros que, mesmo após longo período de análise do potencial da *startup* e de negociações, podem não adquirir o empreendimento em razão do investidor-anjo, nas condições negociadas, ter interesse em adquirir o empreendimento. Nesta situação, o terceiro é usado pelo investidor-anjo para superar a fase de negociações.

O direito de preferência apresentado pelo parágrafo anterior assemelha-se ao que SEIXAS (s.d., s.p.) aponta como *first refusal* ou *last look*, que “dá ao seu titular o direito de tomar conhecimento de todas as ofertas formuladas em face do patrimônio societário sendo alienado. O titular do direito de *first refusal* poderá adquirir as quotas ou ações simplesmente igualando, ao final, a maior oferta”.

A cláusula *lockup* também merece destaque neste momento, sua presença impõe aos empreendedores da *startup* que se mantenham no empreendimento enquanto o investidor-anjo estiver presente. Sua utilização encontra justificativa nos mesmos argumentos utilizados pela cláusula *drag along*, ou seja, em parte, o investimento realizado pelo investidor-anjo baseia-se nas características apresentadas pelos empreendedores, assim, a saída desses poderia comprometer o desenvolvimento do empreendimento, inclusive podendo contribuir para o fracasso dele (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 182 e 183).

A saída do sócio de um empreendimento ocorre com a venda de sua respectiva participação no capital social da *startup*, assim, ao impor a permanência do sócio, o contrato está impedindo que o mesmo aliene as quotas ou ações que possui:

[...] é comum encontrarmos, nos prospectos das ofertas de ações, a celebração de *lock-up agreements*, ou acordos nos quais os acionistas controladores e seus administradores se obrigam, perante as instituições intermediárias da oferta, a não negociarem suas ações

e/ou derivativos dessas ações durante um período pré-estabelecido, usualmente de 90 a 180 dias após o evento (TALANS; MINARDI, 2021 p. 332).

Ao analisar as cláusulas anteriores, percebe-se certa incompatibilidade entre elas, uma vez que a cláusula *lockup* impede que os empreendedores deixem a *startup* durante a presença do investidor-anjo, que permanecerá na *startup* e estará adquirindo a participação dos empreendedores quando exercer o direito de primeira oferta e o direito de preferência. CAMINHA e COELHO apresentam duas soluções a este impasse.

A primeira delas diz respeito à forma com que a cláusula *lockup* teria sido escrita. É possível que a cláusula em análise, ao impedir que os empreendedores deixem a *startup*, esteja se referindo apenas à sua atuação no empreendimento e não à manutenção das quotas ou ações sob seu domínio. Desta forma, seria possível permitir a alienação da participação dos empreendedores desde que esses mantivessem suas participações em órgãos de controle da *startup*, ocupando cargos como os de conselheiros e de diretores da *startup* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 183).

A segunda solução aplica-se a situações em que a cláusula *lockup* de fato impeça a alienação da participação dos empreendedores, ainda que esses continuem contribuindo para o desenvolvimento da *startup*. Nestes casos, por ser uma cláusula contratual, firmada pela vontade das partes, restará aos empreendedores solicitarem ao investidor-anjo a sua relativização. Com a concordância do investidor-anjo e posterior alteração contratual, não haverá maiores problemas (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 183).

A não aceitação por parte do investidor-anjo quanto à alteração contratual poderá ser solucionada de outras duas formas. A primeira delas refere-se aos empreendedores deixarem a ideia inicial de venderem suas participações, seguindo os dispositivos contratuais conforme pactuado. A segunda opção seria descumprir o contrato e suportar as penalidades impostas por ele, sujeitando-se ao risco de

que uma eventual ação judicial impeça a concretização da venda, reconhecendo a obrigação de não fazer imposta aos empreendedores.

Cláusula *Pay-to-Play*

Outra cláusula que merece destaque é a cláusula *pay-to-play*. Esta cláusula ainda é pouco utilizada no Brasil e, em linhas gerais, visa manter a realização de aportes financeiros por investidores que já integrem a *startup*. Como punição ao seu descumprimento, pode ser estabelecido em contrato que investidores que não continuam investindo percam direitos dentro do empreendimento ou tenham sua participação diluída frente aos investimentos realizados por terceiros. A este respeito, afirma o site DELVY:

La cláusula Pay to Play es un término económico dentro de un acuerdo de inversión que tiene como objetivo que el inversor se comprometa a seguir realizando aportaciones económicas en sucesivas rondas de financiación, para asegurar la necesaria captación de fondos que requiere la Startup para su crecimiento.

El compromiso por parte del inversor será realizar aportaciones de forma proporcional a su participación en la empresa. Para garantizar esta obligación deberá establecerse algún tipo de sanción o penalización por su posible incumplimiento. De ahí su nombre: pay to play, es decir, hay que pagar para seguir jugando⁴⁰ (DELVY, s.d., s.p.).

40 Tradução livre: “a cláusula Pay to Play é um termo econômico dentro de um contrato de investimento que visa ao investidor se comprometer a continuar fazendo contribuições econômicas em rodadas sucessivas de financiamento, de forma a garantir a captação de recursos necessária para o crescimento da Startup. O compromisso do investidor será o de fazer contribuições na proporção de sua participação na empresa. Para garantir esta obrigação, deve ser estabelecido algum tipo de sanção ou penalidade pelo seu eventual descumprimento. Daí seu nome: pague para jogar, ou seja, você tem que pagar para continuar jogando”.

Os autores FELD e MENDELSON apontam as funções da cláusula *pay-to-play*,

A *pay-to-play* term ensures that all the investors to invest or subject themselves to total or partial conversion of their holdings to common stock. A *pay-to-play* term ensures that all the investors agree in advance to the rules of engagement concerning future financings⁴¹ (FELD; MENDELSON, 2013, p. 49).

CAMINHA e COELHO (2020, p. 184) afirmam que quando esta cláusula está inserida no contrato, geralmente demonstra seus efeitos a partir da segunda rodada de investimentos, apresentando-se como um custo aos empreendedores que já integravam o empreendimento e que optaram por não exercer o direito de preferência, que dava a eles o direito de adquirir as novas ações subscritas no aumento de capital. Os autores ainda apresentam algumas consequências para os investidores iniciais que não realizam novos investimentos: “o *pay-to-play* transforma as ações do investidor de preferenciais em ordinárias, o que, na prática, significa lhes retirar os direitos de preferência na liquidação, direitos de veto, entre outros” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 184).

Em relação à punição aplicada aos investidores que descumprirem a cláusula *pay-to-play*, “it also impacts the control of the deal since it reshuffles the future preferred shareholder base by ensuring that only the committed investors continue to have preferred stock and the corresponding rights that go along with preferred stock”⁴² (FELD; MENDELSON, 2013, p. 49).

41 Tradução livre: “um termo *pay-to-play* garante que todos os investidores apórtem recursos ou se sujeitem à conversão total ou parcial de suas participações em ações ordinárias. Um termo *pay-to-play* garante que todos os investidores concordem previamente com as regras de contratação relativas a financiamentos futuros.”

42 Tradução livre: “Também impacta o controle da transação, uma vez que reorganiza a futura base de acionistas preferenciais, garantindo que apenas os investidores comprometidos continuem a ter ações preferenciais e os direitos correspondentes que acompanham as ações preferenciais”.

O objetivo que se quer atingir com esta cláusula é transferir para novos investidores os direitos preferenciais disponíveis na *startup*, quando os investidores que estavam no empreendimento não quiserem investir mais recursos. Os autores acreditam que isto se dá em razão dos novos investidores possuírem maior poder de barganha em relação aos investidores que já estavam no empreendimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 184).

Importante observar que a utilização da cláusula *pay-to-play* ocorre, principalmente, quando a *startup* não está demonstrando a evolução que dela se espera. Quando a *startup* se desenvolve como planejado, alcançando cada vez mais espaço em seu nicho de atuação, a aquisição de novos investimentos ocorre naturalmente. Os investidores irão desejar participar de novas rodadas de investimento, sem que fundadores precisem impor a aquisição de novas quotas ou ações, nessa hipótese, quando presente, a cláusula é frequentemente dispensada (FELD; MENDELSON, 2013, p. 49).

Cláusula Preferência na Liquidação

Outra cláusula que merece destaque é a preferência na liquidação, que é exercida por investidores quando da venda da *startup* e tem como objetivo garantir que o investidor receba determinado valor por sua participação, fixado em contrato, geralmente não superior ao valor investido por ele, antes de que o valor arrecadado com a venda seja dividido entre os demais sócios da *startup* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 185).

Esta cláusula torna-se relevante principalmente nas situações em que a *startup* é vendida por valor inferior ao que se esperava, seja em razão do parcial fracasso da *startup* ou em razão de inexistir interessados dispostos a pagar valor melhor pelo empreendimento, estando fundadores e investidores decididos de que a venda da *startup* é a melhor saída, mesmo diante do baixo valor oferecido por terceiros. Nestes casos, geralmente o prejuízo atinge a todos (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 185).

Caso a *startup* seja vendida pelo valor fixado por seus empreendedores ou por valor superior, não há que se falar na utilização desta cláusula, uma vez que a quantia arrecadada provavelmente será suficiente para ser distribuída a todos, fundadores e investidores (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 185). Ou seja, esta cláusula faz-se importante quando a venda da *startup* resultar em escassez de recursos a serem distribuídos entre os integrantes da *startup*.

Na prática, percebe-se que, ao invés da cláusula preferência na liquidação estar presente em um contrato de investimento, comumente este instrumento é deixado de lado para que o pactuado entre a *startup* e o investidor seja efetivado por meio da emissão de quotas ou ações preferenciais, em que constará a preferência na liquidação, em benefício do investidor. Os demais sócios da *startup*, que não tenham direito a tal cláusula, terão suas respectivas participações representadas por quotas ou ações ordinárias (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 186).

Outro ponto interessante deve ser observado. Em certas situações, é possível que, após o pagamento das quotas ou ações preferenciais, com os recursos adquiridos com a venda da *startup* e posterior divisão entre demais quotistas e acionistas, haja valor excedente. Nesta situação, fica a dúvida: poderia o investidor com direito de preferência na liquidação participar do rateio do valor apurado como excedente? (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 186).

Para esta pergunta, FELD e MENDELSON (2013, p. 41 e 42) apresentam 3 respostas possíveis: *fully participation*, *capped participation* e *no participation*.

A primeira delas é a participação total ou *fully participation*, em que o detentor de ações preferenciais, após receber os valores que lhe são devidos em razão da sua particularidade, participam também da distribuição do valor restante, como se nada tivessem recebido, sendo a segunda distribuição proporcional à sua participação no capital social da *startup*.

A segunda possibilidade *capped participation* ou participação limitada, em muito se parece com a participação total, no entanto,

quando chegar o momento da distribuição do valor restante após o pagamento das ações preferenciais, aqueles que tenham recebido valores preferencialmente terão o seu segundo crédito limitado, em regra, por índices estabelecidos em contrato.

A terceira resposta trata da *no participation* ou ausência de participação. Nesta hipótese, aqueles que tenham recebido valores antecipadamente, por possuírem direito preferencial, não poderão participar da distribuição dos valores restantes, que eventualmente excedam ao pagamento dos sócios possuidores de direito de preferência.

Diante da abundância de recursos, deve haver solução prevista em contrato, para tanto, deverá ser discutida no momento da negociação da cláusula em análise, abordando uma possível participação do sócio com direito de preferência na liquidação, em eventual distribuição de valor excedente (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 186). Esta negociação deve considerar também a inclusão de dispositivos que proíbam a utilização da preferência na liquidação em determinadas situações, como naquelas em que se perceber que o valor arrecadado com a venda da *startup* seja suficiente para pagar, nas proporções e condições estabelecidas, quotistas e acionistas.

Direito de Veto

A cláusula direito de veto é outra muito importante para o investidor-anjo, por meio dela, fixam-se alguns assuntos sobre os quais o investidor exercerá certo controle. Sua utilização impõe aos empreendedores que submetam determinadas ações a aprovação do investidor-anjo, para que então possam ser executadas sem que nenhuma consequência seja desencadeada (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 187).

A este respeito, DAMODARAN explica que o poder de veto é uma forma de reivindicação do controle em empresas jovens. Nestas empresas, normalmente os sócios são divididos em classes, uma ativa, responsável pela tomada de decisões, e outra passiva, que não pode

decidir pelo empreendimento, mas que sofre as consequências das escolhas da outra. Assim, a utilização do poder de veto poderá impedir a ocorrência de eventos, caso a classe passiva perceba que seus direitos não estão sendo atendidos (DAMODARAN, 2009, p. 49).

DAMODARAN ainda afirma que a utilização do direito de veto pela classe passiva da sociedade representará um custo para o empreendimento, como pode ser visto a seguir:

Veto power, i.e. the power to say no to an event occurring, does protect the rights of the equity claim endowed with the power, but it does so at the expense of overall firm value. By reducing the probability of a specific event (acquisition, initial public offering) that may increase overall firm value at the expense of a specific claim on equity, it will reduce the expected value of the business and thus the value of all claims on the business⁴³ (DAMODARAN, 2009, p. 49).

CAMINHA e COELHO (2020, p. 187) firmam que a não submissão de assunto à análise do investidor-anjo, que tenha sido tratado previamente por cláusula de direito de veto, poderá desencadear o vencimento antecipado da obrigação. Esta cláusula serve como limite à atuação dos empreendedores e geralmente impõem a submissão das seguintes matérias à análise do investidor-anjo:

- (i) qualquer operação que possa afetar direitos de propriedade intelectual da startup (p. ex. marcas, patentes de software e licenciamentos);
- (ii) concessão de garantias em favor de terceiros;

43 Tradução livre: “O poder de veto, ou seja, o poder de dizer não à ocorrência de um evento, protege os direitos da reivindicação patrimonial dotada do poder, mas o faz à custa do valor geral da empresa. Ao reduzir a probabilidade de um evento específico (aquisição, oferta pública inicial) que possa aumentar o valor geral da empresa às custas de uma reivindicação específica sobre o patrimônio, reduzirá o valor esperado do negócio e, portanto, o valor de todas as reivindicações sobre o negócio”.

- (iii) atos ou operações que impliquem em um efeito material relevante na saúde financeira da startup;
- (iv) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 187).

As matérias apresentadas na citação acima são apenas exemplificativas, existem muitas outras sob as quais possa se aplicar o direito de veto do investidor-anjo. Em relação ao descumprimento pela *startup* do veto imposto pelo investidor-anjo,

[...] a única sanção que o investidor pode impor aos sócios-fundadores caso estes ignorem ou violem o direito de veto do investidor é antecipar o vencimento antecipado do mútuo (com eventual acréscimo de multa). Todavia, o investidor não consegue efetivamente impedir que determinadas decisões sejam tomadas e que determinados atos sejam praticados pelos sócios-fundadores, pois não há em regra execução específica para esses direitos (há apenas direito do investidor exercer seus direitos creditícios) (RAMOS, PERRONI, LUZ, 2017, p. 07).

Vale lembrar que, naturalmente, os investimentos realizados por esta modalidade não possuem o objetivo de retirar o controle da *startup* das mãos de seus empreendedores e quebrar esta tendência não é o objetivo da cláusula em análise. Assim, a utilização da cláusula de direito de veto apresenta-se, de forma pontual, como uma maneira do investidor-anjo conduzir os empreendedores da *startup* pela direção que acredita ser correta. O direito de veto impede que o investidor-anjo fique completamente à mercê da vontade da administração da *startup*, ao permitir a ele exigir o vencimento antecipado das obrigações firmadas.

Vencimento Antecipado

Outra cláusula que garante maior segurança ao investimento realizado pelo investidor-anjo é a que prevê eventos que, caso aconteçam, provocarão o vencimento antecipado das obrigações a que a *startup* está submetida frente ao investidor-anjo. CAMINHA e COELHO afirmam que a realização destes eventos “tornam na mesma data o crédito do investidor imediatamente líquido, certo e exigível contra a *startup*” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 187).

Abaixo, cita-se alguns exemplos de eventos, apresentados por CAMINHA e COELHO, que poderiam provocar o vencimento antecipado das obrigações da *startup* em face do investidor-anjo:

- (i) descumprimento da destinação de recursos do capital anjo;
- (ii) extinção, liquidação ou dissolução da *startup*;
- (iii) requerimento de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial;
- (iv) passivo individual ou agregado superar certo threshold;
- (v) empreendedor deixar de ser sócio e/ou administrador da *startup* (ou seja, violação da cláusula de lockup);
- (vi) verificação de inveracidade ou incompletude de uma das declarações prestadas no contrato; e
- (vii) descumprimento de qualquer obrigação assumida no contrato (p.ex. tomar uma decisão sujeita a veto pelo investidor sem consentimento prévio) (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 188).

A presença da cláusula que garante ao investidor-anjo o direito de antecipar o vencimento das obrigações assumidas pela *startup*, como requisito para que o aporte financeiro fosse realizado, funciona como uma forma de coerção aplicada à *startup*. No entanto, se o empreendimento ainda não atingiu parcialmente o valor de mercado

ou não possui patrimônio suficiente para arcar com eventuais indenizações, nem sempre o investidor-anjo conseguirá recuperar o valor investido fazendo uso deste instrumento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 188).

Desta forma, para diminuir as chances de um possível prejuízo financeiro, o investidor-anjo poderá fazer uso de medidas de constrição judicial do patrimônio dos empreendedores, principalmente nos casos em que “houver constituído gravames nas quotas/ações dos sócios da startup (penhor ou cessão fiduciária) como garantia do crédito” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 188).

Assim, ao se perceber a realização de um evento definido como desencadeador do direito de vencimento antecipado, surge para o investidor-anjo a possibilidade de exercê-lo. No entanto, tal direito não é uma obrigação e poderá ser executado ou não, a depender da vontade do investidor. A título de exemplo, é possível que mesmo após a ocorrência de um evento que permita ao investidor-anjo exercer seu direito de vencimento antecipado, este queira permanecer no empreendimento, por acreditar que, dessa forma, terá maior rentabilidade ao aguardar que a *startup* evolua um pouco mais, para que então deixe o empreendimento.

Opções de *Call* e *Put*

A cláusula *call* concede ao investidor-anjo a possibilidade de exigir dos empreendedores que vendam suas participações para ele, que concentrará todas as quotas ou ações da *startup*. A este respeito, afirmam CAMINHA e COELHO que “o direito de *call* permite, basicamente, que continue existindo uma cláusula de *hard monitoring* e penalidade mesmo após a cláusula de vencimento antecipado (pelo fato de o mútuo haver sido convertido em investimento)” (2020, p.189).

A cláusula *put*, por sua vez, permite o contrário, ou seja, ao utilizá-la o investidor-anjo estará deixando o empreendimento, que se realizará por meio da venda de sua participação aos empreendedores. Para CAMINHA e COELHO (2020, p. 189), o exercício da cláusula *put*

não é uma penalidade aplicada pelo investidor-anjo à *startup*, mas apenas uma saída.

Vale destacar que em ambos os casos, seja no exercício da cláusula *call* ou da cláusula *put*, o cálculo do valor a ser pago pelo investidor-anjo aos empreendedores ou pelos empreendedores ao investidor-anjo, seguirá regras ou valores pré-fixados, que deverão ser estabelecidos no momento em que o pacto for firmado pelas partes, sem perder de vista que seu exercício se dará em momento futuro.

É preciso frisar que o empreendedor-anjo possui grande importância para a *startup*, isso se deve ao fato de que os investimentos realizados por ele acontecem na fase embrionária da *startup*, quando esta ainda está iniciando seu desenvolvimento. Neste período, conseguir grandes aportes financeiros é extremamente difícil para os empreendedores, haja vista não estarem devidamente estruturados, não possuem um produto ou serviço minimamente viável a ser comercializado e ainda, por não possuem lucros suficientes para suprirem as despesas da *startup*.

Assim, o investidor-anjo surge para a *startup* como uma solução a boa parte dos seus problemas, haja vista fornecer recursos e conhecimento que serão capazes de alavancar a *startup*. Em relação a estes impactos, afirmam LERNER, SCHOAR, SOKOLINSKI e WILSON que

angel investors have a positive impact on the growth of firms they fund, both in terms of their performance and survival. Startups funded by angel investors are 14% to 23% more likely to survive for the next 1.5 to 3 years and grow their employment by 40% relative to nonangel funded startups. Angel funding affects the subsequent likelihood of a successful exit, raising it by 10% to 17%. Having angel funding also seems to matter significantly for the ability of a firm

to obtain follow-on financin⁴⁴ (LERNER; SCHOAR; SOKOLINSKI; WILSON, 2016, p. 06).

Segundo os autores CAMINHA e COELHO, há uma preferência por parte dos investidores-anjo em aportarem recursos em *startups* que desenvolvam produtos ou serviços com base tecnológica. A justificativa para isto está relacionada à “eficiência de capital” que é formada por dois fatores que fundamentam a preferência manifestada por investidores-anjo que “vem da *escalabilidade de startups de tecnologia (altos retornos que vêm rápido)* e pelo fato de elas precisarem de investimentos relativamente baixos” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 121).

A realização de investimentos com valores mais baixos se deve ao fato de que, em regra, não é necessário adquirir grande maquinário para que produtos ou serviços sejam desenvolvidos pela *startup* que possua base tecnológica, isso também facilita a adequação do empreendimento a novos objetivos, caso percebam que não será possível concretizar os objetivos traçados inicialmente. Além de buscarem *startups* com base tecnológica, percebe-se certa tendência na realização de aportes financeiros, pelos investidores-anjo, em empreendimentos que atuem em áreas que possuam expertise e conhecimento prévio (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 123).

A figura do investidor-anjo em muito contribui para o desenvolvimento da *startup*. A constante necessidade de crédito para manter e aprimorar o empreendimento faz com que diversas modalidades de investimento sejam utilizadas, no entanto, o auxílio promovido pelo compartilhamento das experiências vividas pelo investidor pode transformar por completo a *startup*, motivo pelo qual sua figura se destaca.

44 Tradução livre: “investidores-anjo têm um impacto positivo no crescimento das empresas que financiam, tanto em termos de desempenho quanto de sobrevivência. As *startups* financiadas por investidores-anjo têm 14% a 23% mais probabilidade de sobreviver pelos próximos 1,5 a 3 anos e aumentam seus empregos em 40% em relação às *startups* não financiadas por anjos. O financiamento-anjo afeta a probabilidade subsequente de uma saída bem-sucedida, aumentando de 10% a 17%. Ter um financiamento-anjo também parece ter uma importância significativa para a capacidade de uma empresa obter financiamento futuros.

5.5 MERCADO FINANCEIRO

O mercado financeiro é outra importante fonte de recursos para a sociedade como um todo. Sua existência ultrapassa séculos e possui grande relevância para o desenvolvimento da sociedade, não só por permitir a acumulação segura de recursos financeiros por quem os têm em abundância, mas também por proporcionar uma gestão eficiente destes recursos que, a princípio, permaneceriam intocáveis até que seus proprietários decidissem utilizá-los. O fornecimento de crédito pelos bancos permite aos empreendedores que avancem com seus empreendimentos.

Apesar das evoluções pelas quais o sistema bancário passou nos últimos anos, a concessão de crédito a pequenos empreendedores ainda não se dá de forma satisfatória. Neste sentido, “o crédito bancário para startups no Brasil e no exterior acaba sendo ofertado apenas em condições bem desfavoráveis – taxas de juros altas, volumes baixos e prazos de vencimento curtos. Esse cenário ocorre por razões financeiras, mas também regulatórias” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 50).

Neste mesmo sentido, os custos de transação necessários para efetivação do empréstimo e o pequeno valor dos recursos oferecidos a micro, pequenas e médias empresas a título de empréstimo individual, são apontados como obstáculos à contratação de empréstimos bancários por *startups* (HODER; WAGNER; SGUERRA e BERTOL, 2016, p. 12).

Uma pesquisa realizada em países da América Latina e no Caribe, contou com a participação de 110 bancos. Quando questionados a respeito da existência de barreiras internas para concessão de financiamento a pequenas e médias empresas, 56% dos entrevistados responderam afirmativamente à pergunta. A pesquisa ainda aponta os motivos que causam barreiras:

Quienes piensan que existen barreras internas en las entidades para financiar a las PYME⁴⁵, apuntan a un conjunto de factores, entre los cuales se destacan; los inadecuados sistemas de credit scoring para medir el riesgo y la falta de capacitación del personal para atender a esta categoría de empresas⁴⁶ (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO, 2014, p. 30).

O fornecimento de recursos pelo sistema financeiro dá-se, principalmente, com base na confiança, ou seja, o banco apenas liberará o valor solicitado pela *startup* se perceber que ela possui condições mínimas para cumprir com o que se está pactuando. Para isso, é comum que os bancos solicitem informações financeiras dos interessados para que, analisando estas informações, seja possível quantificar o risco de inadimplência a que a instituição estará se submetendo.

A comprovação de vultosas movimentações e presença de bens diminuirá o risco de inadimplência a ser suportado pelo banco, por outro lado, a sua ausência aumentará os riscos e, conseqüentemente, caso o empréstimo se realize, provocará o aumento da taxa de juros a ser paga. Trata-se da “assimetria de informação”, desenvolvida por George Akerlof (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 50).

É importante observar que o nível de assimetria de informação variará conforme o porte do empreendimento tomador de crédito, isso acontece em razão de grandes empreendimentos seguirem regras mais rígidas de organização do que empreendimentos menores.

Neste sentido, afirma-se que:

45 A sigla PYME foi utilizada pela pesquisa para se referir a pequenas e médias empresas.

46 Tradução livre: Quem pensa que existem barreiras internas nas entidades de financiamento das PME apontam para um conjunto de fatores, entre os quais se destacam; sistemas de pontuação de crédito inadequados para medir o risco e a falta de treinamento de pessoal para atender esta categoria de empresas.

Grandes empresas e tomadores de empréstimos institucionais tendem a ter estruturas de gestão e processos de comunicação bem definidos, que padronizam a forma como a informação é recolhida, organizada e revista. Isto permite que as instituições financeiras conduzam avaliações de crédito precisas para determinar o risco e os termos correspondentes do empréstimo como tamanho aceitável, preço e prazo (HODER; WAGNER; SQUERRA; BERTOL, 2016, p. 12).

Por outro lado, a organização a que se refere a citação anterior nem sempre pode ser verificada em micro, pequenas e médias empresas, mesmo quando adotam sistemas formais de controle. Isto se deve ao fato de que “representam um grupo heterogêneo de empresas em termos de indústria, tamanho e modelo de negócio, tornando difícil compreender plenamente as suas necessidades e potencial de crescimento” (HODER; WAGNER; SQUERRA; BERTOL, 2016, p. 12).

Além da heterogeneidade, os autores destacam que muitos empreendimentos adotam modelos de organização que dificultam a análise a ser realizada por bancos, como “práticas informais de gestão de negócio e falta de padronização na elaboração de relatórios” (HODER; WAGNER; SQUERRA; BERTOL, 2016, p. 12). Desta forma, o banco é forçado a deixar de lado a metodologia comumente utilizada para verificar as informações fornecidas pelo empreendimento e, no seu lugar, adotar métodos ultrapassados, como a análise manual, que provocam maior demora e oneram o procedimento.

O tamanho do empreendimento é outro problema que pode impedir ou tornar o empréstimo fornecido por bancos extremamente caro aos interessados. Isso se deve à pouca estabilidade apresentada pela *startup*, que normalmente é prejudicada, inclusive quando acontecem alterações regulatórias. As dificuldades enfrentadas pelas *startups* estão diretamente ligadas às suas características intrínsecas, não sendo possível afastá-las, como consequência, aumentam os custos impostos pelo banco para concessão do empréstimo.

Ao perceber que o empréstimo está sendo solicitado por uma *startup* que apresente os problemas acima, o banco poderá optar por não conceder o crédito ou, caso decida pela concessão, provavelmente estabelecerá taxas consideráveis sobre o valor solicitado. Assim, o banco diminui as chances de perder o capital concedido à *startup*, caso essa não tenha bens a serem dados em garantia.

Difícilmente a *startup* terá bens a serem dados em garantia para que o banco forneça crédito em condições melhores, no entanto, caso existam, a situação pode ser completamente alterada. Em pesquisa desenvolvida pelo BANCO CENTRAL DO BRASIL no período compreendido entre janeiro de 2016 e dezembro de 2018, percebeu-se que a taxa de juros anual para crédito pessoal não consignado sem garantia, em média, fixou-se em 111,2%. Caso o solicitante apresentasse alguma garantia, a média da mesma modalidade de empréstimo cairia para 30,5% ao ano. A média para o crédito imobiliário, assegurado por imóvel, mostrou-se ainda mais atrativa e teve sua média definida em 9,3% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, p. 48).

No ambiente das *startups* a acumulação de capital se dá de forma diferente, não sendo, portanto, representado por imóveis ou bens tangíveis adquiridos ou produzidos, a respeito dos quais os bancos possuem ampla estrutura de avaliação pré-estabelecida. Pelo contrário, normalmente estes empreendimentos acumulam *knowledge-based capital* (KBC), sua tradução para o português se aproxima da expressão “capital baseado em conhecimento”, cuja avaliação não segue os mesmos parâmetros estabelecidos para avaliação dos primeiros e se depara com problemas próprios de quantificação. Neste sentido:

Traditional debt and equity markets are primarily designed to fund tangible assets that have well defined market prices and can serve as collateral. In contrast, KBC assets are less easy to define and collateralisation

is often affected by such assets being non-separable and non-transferable⁴⁷ (WILSON, 2015, p. 11).

Apesar do cenário atual apresentar grande dificuldade para que *startups* tenham acesso aos recursos disponibilizados por bancos, pelos motivos apresentados acima, é preciso observar que, aos poucos, tal realidade tem sido alterada com o auxílio da tecnologia. Como exemplo, é possível citar os avanços que estão sendo provocados por *fintechs*, mediante o uso inteligente de tecnologias que visa baratear custos operacionais (HODER; WAGNER; SGUERRA; BERTOL, 2016, p. 17). Os dois principais avanços realizados por *fintechs* serão analisados a seguir.

A análise de riscos de empreendimentos com micro, pequeno e médio porte está passando por uma reconfiguração. Além dos métodos tradicionais comumente utilizados, com o auxílio da tecnologia, tem se tornado possível realizar a análise de grandes bancos de dados alternativos, tais como “padrões de uso de telefone celular, impressões de usuários divulgadas em mídias sociais e detalhes contratuais” (HODER; WAGNER; SGUERRA; BERTOL, 2016, p. 17). A ampliação do procedimento apresenta resultados mais próximos da realidade e permite a análise de muitos tipos de dados, ainda que não estejam organizados.

Outro avanço desenvolvido por *fintechs* é a automação do processo de análise dos documentos para concessão de crédito, fornecidos pelo empreendimento. Para tanto, o processo de solicitação de crédito bancário se inicia com um pedido online, imediatamente submetido a classificações que acusarão a necessidade ou não de maior atenção dos credores. Após análise das informações fornecidas, o sistema irá contribuir, estatisticamente, com a tomada de decisão. Deste modo, o processo que manualmente se desenvolveria por semanas ou meses,

47 Tradução livre: “os mercados tradicionais de dívida e ações são projetados principalmente para financiar ativos tangíveis que têm preços de mercado bem definidos e podem servir como garantia. Em contraste, os ativos KBC são menos fáceis de definir e a garantia é frequentemente afetada por tais ativos serem indissociáveis e intransferíveis”.

poderá ser realizado em minutos ou segundos, deixando a cargo do ser humano dar a última palavra, decidindo sobre o risco (HODER; WAGNER; SGUERRA; BERTOL, 2016, p. 19).

Com a superação da barreira existente entre *startups* e a concessão de créditos por bancos haverá auxílio mútuo, haja vista que os bancos querem emprestar os valores acumulados em suas instituições e as *startups* precisam de recursos para se desenvolver. A diminuição considerável dos custos atualmente presentes na referida contratação tornará o crédito bancário mais atrativo para *startups*.

5.6 CROWDFUNDING

Assim como outros termos tratados nesta obra, o termo *crowdfunding* ainda não possui uma definição pronta a ser adotada de forma consensual por estudiosos do tema, desse modo, muitos se preocupam em apresentar definições que acreditam serem corretas com o fim de contribuir para a construção de um consenso futuro.

Antes de tratar das definições, faz-se importante abordar o surgimento do *crowdfunding* que, segundo BRADFORD (2012, p. 27), teria derivado da junção entre o *crowdsourcing* e o microfinanciamento. A partir de então, uma nova categoria, com características próprias, teria surgido. A seguir, tratar-se-á de esclarecer o significado de *crowdsourcing* e do microfinanciamento.

BRADFORD (2014, p. 27) esclarece o significado de *crowdsourcing*, para o autor, “is, quite simply, ‘collecting contributions from many individuals to achieve a goal’. It divides ‘an overwhelming task... into small enough chunks that completing it becomes... feasible’”⁴⁸. É importante observar que a contribuição a que se faz referência não se efetiva em dinheiro e sim pela cessão da própria força de trabalho ou conhecimento, ou ainda, os dois ao mesmo tempo. Aqui, pode ser

48 Tradução livre: “é, simplesmente, ‘coletar contribuições de muitos indivíduos para atingir um objetivo’. Ele divide ‘uma tarefa esmagadora ... em pedaços pequenos o suficiente para que conclui-la se torne ... viável’”.

citado como exemplo a existência de códigos abertos, como o utilizado pela tecnologia *blockchain* do *bitcoin*, que permite aos seus usuários modificarem, aprimorarem e corrigirem os problemas apresentados pelo sistema.

Em seguida, é a vez do microfinanciamento, também chamado de microcrédito, ser definido por BRADFORD. O autor afirma que “microlending involves lending very small amounts of money, typically to poorer borrowers⁴⁹” (BRADFORD, 2014, p. 28). Destaca-se que o microcrédito pode ser fornecido por instituições bancárias, como é o caso do *Grameen Bank*, citado pelo autor por ter se especializado no oferecimento de microcréditos a pessoas físicas e jurídicas.

Deste modo, tem-se que o destinatário, em razão do seu pequeno porte e por ser desprovido de recursos, é a principal característica do microcrédito. A realização de pequenas contribuições por grande quantidade de pessoas a fim de concretizar um objetivo comum é o principal definidor do *crowdsourcing*. Assim, unindo as duas principais características de ambos, tem-se o *crowdfunding*, que é o recebimento de pequenos aportes financeiros, realizados por um grande número de pessoas a fim de suprir a necessidade de pequenos empreendedores ou pessoas (BRADFORD, 2014, p. 29), referindo-se também às *startups*.

No ano de 2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a instrução nº 588, com o fim de regulamentar “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 01).

Apesar do instrumento não tratar de todas as modalidades do *crowdfunding*, para que outras subdivisões da mesma modalidade de investimento não fossem confundidas com a abordada pela instrução da CVM, optou-se por apresentar a definição adotada pela própria instrução, presente em seu artigo segundo, inciso primeiro, que diz o seguinte:

49 Tradução livre: “o microcrédito envolve o empréstimo de quantias muito pequenas de dinheiro, normalmente para tomadores de empréstimo mais pobres”.

Crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 02).

Percebe-se que a definição adotada pela CVM é extremamente restrita, seu objetivo é afastar outras subdivisões do *crowdfunding*. Para reafirmar este posicionamento, a instrução proibiu expressamente a aplicação de suas regras nos casos de empréstimos realizados entre pessoas físicas de um lado, e pessoas físicas ou jurídicas do outro, em seu artigo primeiro, parágrafo segundo. Da mesma forma, o parágrafo primeiro do artigo segundo do texto proíbe a aplicação da instrução quando se tratar de doação ou se a contrapartida oferecida pelo investimento na *startup* for o envio de brindes, recompensas, bens ou serviços (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 01 e 03).

Outra definição importante é a apresentada pelo *Cambridge Dictionary* (s.d, s.p.) para o termo *crowdfunding*, ao qual se refere como “the practice of getting a large number of people to each give small amounts of money in order to provide the finance for a business project, typically using the internet⁵⁰”. A definição fornecida pelo dicionário apresenta a internet como um importante ambiente de utilização do *crowdfunding*, no entanto, destaca-se que essa ferramenta pode ser aplicada por outros meios, o uso da internet apenas potencializou os resultados a serem obtidos pela ferramenta.

50 Tradução livre: “a prática de fazer com que um grande número de pessoas dê pequenas quantias em dinheiro para fornecer o financiamento de um projeto comercial, normalmente usando a Internet”.

Quanto à utilização do *crowdfunding* em meios diferentes da internet, é possível citar campanhas de arrecadação desenvolvidas por emissoras que atuam na televisão brasileira, como é o caso da Rede Globo ao se utilizar do *crowdfunding* para angariar fundos à campanha Criança Esperança. O rádio é outro instrumento que também pode ser utilizado para a arrecadação de recursos por meio do *crowdfunding*, no entanto, tem perdido cada vez mais espaço para outros meios de comunicação.

É preciso observar que não é a utilização da internet que torna a arrecadação um *crowdfunding*, no entanto, o *crowdfunding* depende da divulgação em massa para que seja possível alcançar os objetivos traçados pela campanha. A divulgação em massa torna-se imprescindível para o sucesso da arrecadação em razão do pequeno valor das doações individuais, desse modo, para que um valor considerável seja atingido, é preciso somar grandes quantidades de doações.

A internet tem se mostrado uma importante aliada na arrecadação de fundos pela modalidade *crowdfunding*, isso acontece em razão da capacidade de divulgação possibilitada pelo meio, razão pela qual boa parte das *startups* que utilizam esta modalidade de investimento optarem pela divulgação na internet. É indiscutível que a internet tem conquistado cada vez mais espaço na sociedade, atingindo e coexistindo em localidades antes ocupadas exclusivamente pelo rádio e pela televisão.

Em seguida, faz-se importante citar o conceito utilizado por PIMENTA e LANA. Os autores preocupam-se em dividir os termos que formam a nova palavra para melhor explicar sua definição. Além do mais, destaca-se o reconhecimento de que pessoas físicas e jurídicas poderão realizar aportes financeiros por meio da modalidade de investimento *crowdfunding*:

O crowdfunding, é uma alternativa para a startup conseguir captação de recursos, através de um financiamento coletivo, daí a expressão 'crowd', que

pela tradução literal, significa ‘multidão’. Por meio do crowdfunding, é feita a captação de recursos através de alguma plataforma online, em que pessoas físicas e jurídicas podem investir na startup (PIMENTA; LANA, 2020, p. 66).

Outra definição importante é a fornecida por MOLLICK, para quem o termo *crowdfunding* pode ser definido da seguinte forma:

Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries⁵¹ (MOLLICK, 2013, p. 2)

O autor destaca a relação existente entre as partes do processo de *crowdfunding*. Quanto ao assunto, é importante ressaltar que a diminuição da interferência de um terceiro responsável por intermediar esta relação, que se estabelece entre quem quer investir e quem precisa de investimentos, contribui em grande medida para a redução dos custos pelo processo de arrecadação e posterior repasse dos recursos aos empreendedores.

Como exemplo, é possível comparar o uso do *crowdfunding* com a contratação tradicional de empréstimos em bancos e demais instituições financeiras. Apesar de ser uma forma tradicional de financiamento, este último meio de acesso a crédito apresenta muitos encargos ao empreendedor que dele decide se utilizar. A atuação de um terceiro intermediário onera em grande medida a realização do negócio, o que acaba por afastar *startups*, que precisam recorrer

51 Tradução livre: “Crowdfunding se refere aos esforços de indivíduos e grupos empreendedores - culturais, sociais e com fins lucrativos - para financiar seus empreendimentos utilizando recursos relativamente pequenos de um número relativamente grande de indivíduos que usam a Internet, sem intermediários financeiros convencionais”.

a outros meios para arrecadar o aporte financeiro necessário para o desenvolvimento de seus projetos.

Neste sentido, COELHO afirma que o *crowdfunding*:

[...] vem ganhando espaço principalmente dentre aqueles que não têm acesso às formas tradicionais de financiamento, tais como empréstimo bancário ou investimento direto.

Assim, por não ter acesso a outras formas de financiamento e a fim de captarem os recursos necessários para viabilizar um projeto, em vez de recorrerem a um investidor ou financiador individual, os indivíduos buscam fundos na ‘multidão’, ou seja, através de pequenos investimentos ou doações feitos por um número elevado de pessoas (COELHO, 2018, p. 16).

Vários são os motivos que conduzem as pessoas a realizarem aportes financeiros em *startups* por meio do *crowdfunding*. É possível que sejam comovidas pelas soluções apresentadas pela *startup* aos problemas sociais, por gostarem da ideia defendida, por buscarem no *crowdfunding* uma forma de aumentar seu patrimônio ou ainda, simplesmente por quererem contribuir para o desenvolvimento da *startup*.

Tal qual os motivos, as formas adotadas pelos investidores para aportarem recursos também podem ser variadas. A depender da escolha realizada pelo investidor, esse terá ou não direito ao capital investido e à participação nos lucros do empreendimento. É possível que os investidores contribuam para o desenvolvimento da *startup* por meio da realização de doações, através de empréstimos, ou ainda, que a pessoa encare o valor fornecido como um investimento, por meio do qual poderá alcançar retornos financeiros (COELHO, 2018, p. 17).

Outra definição que merece destaque é a apresentada pelos autores BELLEFLAMME, LAMBERT e SCHWIENBACHER (2013, p. 7), para quem “crowdfunding involves an open call, mostly through

the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes”⁵². Esta definição preocupa-se em abordar a possibilidade do *crowdfunding* se realizar em outros meios, que não a internet, e ainda, permite que a *startup* ofereça ao investidor produtos ou recompensas para atrair o seu apoio.

Diante da necessidade de se distinguir *crowdfunding* da oferta pública de ações COELHO, com base nos estudos de Rishin Banker, apresenta três características capazes de diferenciá-los. A primeira a ser citada é a conexão direta estabelecida entre investidores e empreendedores que buscam por investimentos, diminuindo a interferência de terceiros e os custos a serem pagos a esses. Em segundo lugar, é possível que o investidor receba, ou não, diversos tipos de contrapartida pelo investimento, ou seja, não está restrito à divisão do lucro, como no caso de investimentos em ações ou quotas. Por último, plataformas online que atuam como comunidades podem ser utilizadas por empreendedores para divulgar informações (COELHO, 2018, p. 24).

Deste modo, o contrato de *crowdfunding* possuirá três partes envolvidas na relação jurídica. De um lado estará a *startup* em busca de financiamento, no extremo oposto, caso existam, estarão os investidores, que em grande número realizarão aportes de pequenos valores. No meio desta relação, conectando *startup* e investidores, estará a plataforma responsável por realizar a aproximação entre os extremos.

Ainda quanto ao contrato de *crowdfunding*, é importante observar que, apesar do instrumento em si suportar características variáveis⁵³, essas, em sua maioria, não serão suficientes para modificar

52 Tradução livre: “crowdfunding envolve um concurso público, majoritariamente através da Internet, para o fornecimento de recursos financeiros quer em forma de doação ou em troca de futuro produto ou alguma forma de recompensa para apoiar iniciativas para fins específicos”.

53 Dentre as características variáveis que não alterarão a natureza jurídica do contrato, é possível citar os temas adotados, o prazo de duração, o tamanho do investimento, a estrutura de taxas, caso se façam presentes, dentre outras (COELHO, 2018, p. 25).

a natureza jurídica do acordo firmado. No entanto, existe um grupo de características que, quando alteradas, modificarão a natureza jurídica do contrato, trata-se das recompensas a serem concedidas aos apoiadores da *startup* (COELHO, 2018, p. 25).

Como visto anteriormente, existem diversas formas de se retribuir, ou não, a pessoa que contribui para o desenvolvimento da *startup* por meio do *crowdfunding*. A este respeito, COELHO cita quatro principais sistemas que poderão ser utilizados pelas *startups* por meio do *crowdfunding*, o primeiro seria o sistema de doações, em seguida, tem-se o sistema de recompensa, em terceiro lugar está o sistema de empréstimo, por fim, há também o sistema de valores mobiliários (COELHO, 2018, p. 25).

A utilização do *crowdfunding* para angariar doações não prevê nenhum tipo de contrapartida a ser realizada pela *startup*, que se beneficiará com os recursos reunidos. Aqui, desde o início, o doador não espera receber nenhum tipo de vantagem ou benefício da *startup*. Esta modalidade é muito utilizada por entidades filantrópicas, como exemplo, é possível citar o já tratado *crowdfunding* Criança Esperança, divulgado em rede nacional pela Rede Globo (COELHO, 2018, p. 26).

A próxima modalidade de *crowdfunding* a ser tratada aqui oferece recompensas aos contribuintes. Para incentivar a contribuição da população, os desenvolvedores da campanha se comprometem a distribuir bens materiais aos contribuintes, como exemplo, é possível citar o envio de cartas, autógrafos ou bens autografados. É possível que em uma mesma campanha de arrecadação sejam oferecidos bens diversos, a distribuição desses bens aos contribuintes variará conforme o valor da contribuição de cada pessoa (COELHO, 2018, p. 27).

PIMENTA e LANA se referem a esta modalidade de *crowdfunding* como “*Crowdfunding reward-based*”. Para os autores, após a *startup* concluir o desenvolvimento do objeto ou serviço, financiados por meio dos aportes financeiros realizados pelos investidores, é que esses receberão alguma recompensa (PIMENTA; LANA, 2020, p. 67).

Ao contrário do que afirma COELHO, LANA e PIMENTA referem-se à recompensa de forma abrangente, permitindo que essa contrapartida assumira diferentes formas, o que é mais acertado do que restringir a contraprestação a um bem material, haja vista a ampliação dos horizontes virtuais dos tempos atuais.

A utilização do sistema de recompensas possui vantagens e desvantagens. A primeira vantagem é que, nesta modalidade, a plataforma que intermedia a transação atua como incentivadora da troca de bens, assim, o valor ofertado à *startup* não é considerado um investimento. A segunda vantagem é que se torna possível capturar a criatividade da *startup*, que não se submete a nenhuma regra imposta pelo apoiador, que apenas terá direito à recompensa estabelecida pela *startup*. Por outro lado, a desvantagem do sistema de recompensas é que, por existirem em grande número, dificulta a busca do apoiador pela *startup* merecedora de seu capital (COELHO, 2018, p. 27 e 28).

Ainda quanto ao sistema de recompensas, é importante diferenciá-lo do sistema de pré-venda. Ambos têm em comum a não distribuição de benefícios financeiros aos apoiadores da *startup*, ou seja, concedem bem material aos seus apoiadores. O que diferencia estes dois sistemas é que, no sistema de recompensas o apoiador recebe um bem qualquer, não necessariamente o que a *startup* visa produzir (COELHO, 2018, p. 28).

No caso da pré-venda, o produto oferecido aos apoiadores é o próprio objeto que a *startup* vai produzir, trata-se da venda antecipada de um produto que ainda não foi produzido. Os apoiadores são incentivados a contribuir em razão do baixo valor exigido pelo bem que ainda será produzido, uma vez que, após estar pronto, terá valor significativamente maior (COELHO, 2018, p. 28).

Apesar do autor defender que, tanto no sistema de recompensas quanto no sistema de pré-venda, a contrapartida da *startup* beneficiada consiste em dar aos apoiadores um bem material, faz-se importante destacar posicionamento diverso do defendido por COELHO. Acredita-se ser plenamente possível substituir este bem material por

algo incorpóreo e até sem valor econômico, no caso do sistema de recompensa.

Como exemplo do sistema de recompensa, cita-se a menção dos nomes dos apoiadores ao final de uma produção visual e como exemplo de sistema de pré-venda, o fornecimento de um produto virtual, como acesso ao software desenvolvido pela *startup*. O que é imprescindível e aqui concorda-se com COELHO, é que a contrapartida nos sistemas de recompensa e pré-venda sejam diferentes de prestações pecuniárias.

Em seguida, será analisado o sistema de empréstimo. Nesta modalidade, os apoiadores do empreendimento, por meio do *crowdfunding*, fornecem valores às *startups* utilizando-se do mútuo, essa modalidade também é conhecida como empréstimo de pessoa para pessoa ou *peer-to-peer* (P2P). Após a análise dos textos de BRADFORD, COELHO afirma que, em sua maioria, os apoiadores da *startup* não possuem como objetivo a arrecadação de juros pelo empréstimo, visam apenas ter de volta o valor ora fornecido a título de empréstimo, no entanto, vale destacar que existem plataformas de *crowdfunding* que oferecem juros pelo valor emprestado (COELHO, 2018, p. 29).

Importante destacar que o sistema de empréstimo do *crowdfunding* tem sofrido muitas alterações ao longo dos últimos anos. Quando de sua criação, este sistema utilizava-se exclusivamente do empréstimo direto entre apoiador e *startup*, ou seja, os recursos eram diretamente transferidos dos mutuantes à mutuária. Nestes casos, a transação era formalizada pela emissão de notas promissórias pela *startup* aos mutuantes (COELHO, 2018, p. 30).

Atualmente, em alguns casos, a estrutura do sistema de empréstimo do *crowdfunding* passou por alterações. Ao realizarem os aportes financeiros no sistema, os apoiadores da *startup* recebem notas promissórias emitidas não pela *startup* beneficiada pelo empréstimo, mas pela plataforma utilizada para facilitar a arrecadação. Em seguida, com base no montante arrecadado, a plataforma empresta o valor à *startup*. Assim, nesta nova forma de empréstimo por meio do *crowdfunding* os valores não são emprestados diretamente de uma

pessoa à outra, talvez deixando de fazer jus ao termo P2P (COELHO, 2018, p. 30).

Nas plataformas em que é possível identificar esta modificação, o *crowdfunding* não atua mais na aproximação de *startups* em busca de investimento e apoiadores que queiram realizar os aportes financeiros. Estas plataformas utilizam a *startup* e suas ideias para arrecadar os valores dos apoiadores que querem realizar aportes financeiros e, em seguida, a própria plataforma empresta os valores à *startup*. Nestas situações, o *crowdfunding* se faz presente no processo de arrecadação de recursos realizado pela plataforma (COELHO, 2018, p. 30).

COELHO ressalta que se as mudanças a que se faz referência fossem adotadas por plataformas brasileiras poderia ocorrer, inclusive, a modificação do conjunto de normas a que estas plataformas de *crowdfunding* estão submetidas, aproximando essas das normas aplicáveis às instituições financeiras, o que seria capaz de submeter estas plataformas a problemas regulatórios. Afirma o autor:

O fato de a plataforma assumir uma função maior do que simplesmente um mecanismo de busca de projetos poderia interferir diretamente na forma como este modelo é encarado pelo ordenamento jurídico brasileiro. No entanto, esse modelo de *crowdfunding* ainda não é utilizada nas plataformas brasileiras e, caso o fosse, elas teriam de enfrentar problemas regulatórios específicos de instituições financeiras (COELHO, 2018, p. 30).

A última modalidade de *crowdfunding* a ser analisada é o sistema de valores mobiliários, que pode se apresentar de duas maneiras, a depender do que se está oferecendo aos apoiadores por suas contribuições. A primeira a ser destacada é aquela em que se oferece ao apoiador participação nos lucros que a *startup* está gerando ou que poderá gerar no futuro. A segunda modalidade oferece aos

apoiadores participação direta em ações ou quotas da *startup*, em caso de constituição do empreendimento (COELHO, 2018, p. 30 e 31).

Importante destacar que a primeira subdivisão do sistema de valores mobiliários não torna os apoiadores da *startup* proprietários de parcela do empreendimento. A contrapartida oferecida pela *startup* nesta modalidade é apenas quanto à participação nos lucros, caso existam, uma vez que o apoiador assume riscos junto ao empreendimento. No caso da segunda subdivisão, os apoiadores tornam-se proprietários de parte da *startup*, submetendo-se aos riscos de fracasso do empreendimento.

O último sistema de *crowdfunding* tratado, sistema de valores mobiliários, foi regulamentado pela CVM no ano de 2017, por meio da instrução nº 588 desse mesmo ano. PIMENTA e LANA explicam a importância desta nova regulamentação para o ambiente empreendedor brasileiro:

No Brasil, até o ano passado, todo o processo de crowdfunding para empresa era feito e organizado apenas pelas plataformas, mas sem regulamentação própria, e isso não incentivava os investidores. Finalmente, em 2017, a Comissão de Valores Mobiliários então publicou a INCVM n.º 588 para regulamentar o que é Equity Crowdfunding e quem são seus agentes. Em sequência, a possibilidade da escalabilidade de captação da modalidade começou a crescer, representando atualmente uma nova oportunidade de investimento de risco ao investidor brasileiro (PIMENTA; LANA, 2020, p. 68 e 69).

Dentre as alterações causadas pela instrução nº 588 da CVM, estão requisitos para obtenção e manutenção do registro pela plataforma na Comissão, presentes no artigo 13 da instrução e resumidos por PIMENTA e LANA nos quatro pontos que se seguem:

Ser pessoa jurídica e possuir com capital social integralizado de no mínimo R\$ 100.000,00;
Também ter procedimentos e sistemas de tecnologia de informação que sejam adequados para identificar os investidores e suas qualificações;
Fazer registrar a participação dos investidores na oferta;
Ter e elaborar código de conduta aplicável aos sócios, administradores e funcionários, entre outros (PIMENTA; LANA, 2020, p. 71).

Demonstrada a necessidade da plataforma estar registrada na CVM, faz-se importante destacar que as ofertas dos apoiadores não foram submetidas à mesma regra, desde que cumpram as exigências estabelecidas pelos incisos do artigo terceiro da instrução, transcritos abaixo, o registro não será exigido (PIMENTA; LANA, 2020, p. 70):

- I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta;
- II – a oferta deve seguir os procedimentos descritos no art. 5º desta Instrução;
- III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;
- IV – o emissor deve ser sociedade empresária de pequeno porte nos termos desta Instrução; e
- V – os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não podem ser utilizados para:
 - a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades;
 - b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores

mobiliários de emissão de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 04).

Ao apresentar normas com o fim de regulamentar a realização de investimentos por meio da modalidade *crowdfunding*, ainda que outras subdivisões desta modalidade não tenham sido abrangidas pela regulamentação, percebe-se um esforço no sentido de estabelecer parâmetros para o desenvolvimento da atividade. Esta ação contribui em grande medida para que a modalidade de investimento regulada conceda maior credibilidade aos interessados, como visto nas palavras de PIMENTA e LANA.

Faz-se imprescindível reafirmar que, acima, foram tratados dos sistemas de *crowdfunding* tidos como mais recorrentes, na concepção de COELHO. Existem outras modalidades de *crowdfunding* que podem ser adotadas por *startups* em busca de aportes financeiros e ainda, é possível que duas modalidades ou mais sejam unidas para que se crie uma modalidade híbrida, a ser adotada em um mesmo processo de arrecadação de recursos, utilizando características de ambas.

Importante destacar que, independentemente do sistema de *crowdfunding* adotado, esta modalidade de investimento sempre buscará unir *startups*, que precisam de aportes financeiros, apoiadores, que possuam tais recursos disponíveis e interesse em conceder suas reservas ao desenvolvimento ou aprimoramento de bens ou serviços inovadores.

Quanto às plataformas de *crowdfunding*, é preciso destacar que podem adotar diversos sistemas, não ficam restritas à utilização de apenas uma modalidade. Ainda, importante observar que cada plataforma possuirá regras próprias a serem adotadas no processo de arrecadação e que deverão ser observadas por *startups* e seus apoiadores.

Quanto às regras impostas pelas plataformas, à título de exemplo, pode-se citar o que deverá ser feito com os recursos arrecadados quando não atingirem o mínimo estabelecido pela *startup*. Existem

plataformas que devolvem os valores aos apoiadores, em outros casos, permite-se ao apoiador redirecionar os recursos a outro empreendimento em processo de arrecadação, é possível, ainda, que os recursos sejam repassados à *startup*, mesmo que não tenham atingido o mínimo estabelecido (COELHO, 2018, p. 35).

Ao decidir pela arrecadação de recursos por meio do *crowdfunding*, a *startup* deverá ter em mente as vantagens e desvantagens presentes no processo de arrecadação, da mesma maneira, deverá se atentar às regras impostas por cada plataforma de *crowdfunding*. Desta forma, poderá optar pela modalidade que melhor se adequa a sua realidade, evitando problemas futuros e até mesmo prejuízos.

Outro ponto que merece total atenção da *startup* e que é imprescindível para o sucesso da arrecadação é a capacidade da *startup* em conquistar a confiança dos apoiadores. A *startup* deverá convencer os apoiadores de que a realização do investimento trará bons resultados a eles ou a sociedade, como é o caso do sistema de doações, e ainda, demonstrar os motivos pelos quais seu empreendimento se destaca dentre os outros, merecendo a realização do aporte financeiro.

5.7 CORPORATE VENTURE

Existem muitos motivos capazes de conduzir uma pessoa física ou jurídica à realização de investimentos em *startups*, dentre eles está a busca pela proximidade com o que há de mais novo e tecnológico desenvolvido em setores específicos da sociedade. Deste modo, não é incomum encontrar empreendimentos que, com o fim de se adequarem às novas tecnologias, aportam valores em *startups* que desenvolvem inovações para suas áreas de atuação, assim, a empresa aumenta suas chances na aquisição e incorporação da tecnologia. Este é o caso do *corporate venture* que será analisado a seguir.

A utilização do *corporate venture* pelo mundo se dá desde 1960 (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 107). Em alguns casos, é possível que as características de sua aplicação se aproximem do *venture capital*, que

será analisado no próximo subtópico. A proximidade com o *venture capital* se deve ao auxílio fornecido pela companhia-mãe à *startup*, que tem como finalidade promover o seu desenvolvimento e evolução (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 107). Destaca-se que companhia-mãe é o termo utilizado para se referir ao empreendimento responsável por aportar recursos financeiros e também conhecimento em *startup* por meio de mentorias.

Josh Lerner (2013, s.p.) cita importantes vantagens apresentadas pelo *corporate venture* e que acabam por atrair interessados em sua utilização. A primeira seria a possibilidade da companhia-mãe responder mais rapidamente quando alterações tecnológicas fossem percebidas em sua área de atuação, adequando-se às novas tendências de forma mais rápida e menos dispendiosa. Em seguida, tem-se que o *corporate venture* permite um melhor controle sobre possíveis ameaças concorrenciais, isso acontece em razão do investimento facilitar a compra da *startup* pela companhia-mãe, em caso de êxito no desenvolvimento da inovação (LERNER, 2013, s.p.).

Em terceiro lugar, cita o autor que é mais fácil e mais rápido colocar fim em investimentos que financiam *startups* engajadas no desenvolvimento de inovações, que apresentam indícios de que não levarão a lugar nenhum, do que encerrar inovações que estão sendo desenvolvidas pela própria empresa. A próxima vantagem apresentada refere-se ao alcance do investimento, ao utilizar o *corporate venture* em *startups* que já estivessem recebendo investimentos de outros fundos, seria possível reduzir o investimento da empresa, diminuindo também as perdas em caso de insucesso da *startup* (LERNER, 2013, s.p.).

Em seguida, outra vantagem que pode ser destacada é que acredita-se que o *corporate venture* pode ser utilizado para aumentar a demanda de produtos ou serviços fornecidos pela companhia-mãe, quando essa incentiva, por meio de investimentos, *startups* que utilizam seus produtos ou serviços. A última vantagem a ser tratada e que não poderia ser deixada de lado refere-se aos benefícios financeiros devidos pela companhia-mãe, a esse respeito, afirma-se que “for corporate venture funds, gaining strategic benefits is usually

the main goal; profits from venturing typically aren't significant enough to matter to the parent company's bottom line. Still, profits are always nice to have⁵⁴" (LERNER, 2013, s.p.).

Com base nos estudos realizados por CHEMMANUR, LOUTSKINA & TIAN, os autores CAMINHA e COELHO (2020, p. 108) organizaram um quadro em que comparam características de *startups* que receberam investimentos de fundos *corporate venture* e *venture capital*, que será analisado mais adiante. Frente à clareza apresentada pelos autores, faz-se importante, visando a completa compreensão dos temas, transcrever o conteúdo da tabela.

Segundo os autores, após análise dos textos de CHEMMANUR, LOUTSKINA e TIAN os fundos *corporate venture* manifestam certa preferência por *startups* que sejam mais inovadoras; que lidem com patamares mais altos de risco; que possuam tamanho levemente maior; cujo primeiro investimento tenha sido alcançado mais cedo em sua trajetória e, da mesma forma, que tenha alcançado ao IPO mais cedo. Por outro lado, os fundos *venture capital* teriam preferência por *startups* que apresentassem mais lucros aos investidores e que demandassem menos capital para desenvolver o produto (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 108).

Feitas as devidas diferenciações, vale destacar que as preferências apresentadas acima não se tratam de regras absolutas. É possível que ora ou outra o fundo *venture capital* se utilize de preferências que, predominantemente, estariam vinculadas ao fundo *corporate venture*, sendo o contrário também possível. Assim, percebe-se que os autores se esforçaram em apresentar como as características analisadas normalmente se distribuem entre os dois fundos.

54 Tradução livre: “para fundos de risco corporativo, obter benefícios estratégicos geralmente é o objetivo principal; lucros de empreendimentos normalmente não são significativos o suficiente para importar para os resultados financeiros da companhia-mãe. Ainda assim, é sempre bom ter lucros”.

5.8 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO (FIP)

Outra modalidade de investimento disponível às *startups* são os Fundos de Investimento em Participação (FIP), previstos pelo CC e regulamentados pela CVM por meio da instrução nº 578 de 30 de agosto do ano de 2016.

Os fundos de investimento são definidos pelo CC no caput do artigo 1.368-C, incluído pela lei de Liberdade Econômica. O dispositivo afirma que fundo de investimento “é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza” (BRASIL, 2002, s.p.).

A instrução emitida pela CVM também se dedicou a apresentar um conceito ao FIP. Presente no artigo quinto da instrução, o conceito adotado é mais detalhado do que o apresentado pelo CC, preocupa-se em citar o que poderá ser adquirido por meio do FIP e ainda, que a *startup* deverá permitir ao fundo investidor participar do processo de tomada de decisões envolvendo a política de estratégia e a gestão do empreendimento. Afirma a instrução que:

O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 02).

CAMINHA e COELHO apresentam a definição que julgam correta para os FIPs. Para os autores

[...] são comunhões de investidores – sem estrutura societária – que unem seus capitais sob a administração de um gestor de recursos que irá atuar como um intermediário dos investidores, aplicando esses capitais em ativos financeiros que sejam permitidos pela política de investimentos do fundo (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 96 e 97).

PIMENTA e LANA (2020, p. 61) também se dedicam a apresentar uma definição ao FIP, para os autores, “a ideia destes fundos é captar recursos de pessoas físicas ou jurídicas para, através de um gestor especializado, com amplo conhecimento no mercado, realizar determinado investimento em determinada startup”. Os autores ainda afirmam que o mercado subdivide o FIP em três novos tipos da categoria, os fundos de *seed capital*, fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*, que serão analisados a seguir.

Antes de abordar as particularidades de cada subdivisão, faz-se importante observar algumas características dos fundos de investimento, a começar por sua constituição, que segundo CAMINHA e COELHO (2020, p. 97), se dá por intermédio de ato realizado pelo administrador fiduciário, que deverá aprovar o regulamento do fundo, documento que o constitui.

Ainda quanto ao administrador fiduciário, sua função consiste em administrar serviços que estejam direta ou indiretamente relacionados à manutenção e ao funcionamento do fundo. A instrução nº 555 permite ao administrador que realize pessoalmente a função a ele designada ou que contrate terceiro para sua realização, desde que a contratação de terceiros se dê pelo próprio fundo por meio de documento escrito (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 46).

A instrução nº 555 da CVM, publicada em dezembro de 2014, é responsável por regular a maior parte dos fundos de investimento existentes e apresenta dispositivos que merecem destaque. Dentre os citados, a instrução demonstra, em seu artigo 78, parágrafo segundo, as atividades que poderão ser contratadas pelo administrador para que sejam realizadas por terceiros em benefício do fundo, são elas:

- I – gestão da carteira do fundo;
- II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84;
- III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;
- IV – distribuição de cotas;
- V – escrituração da emissão e resgate de cotas;
- VI – custódia de ativos financeiros;
- VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e
- VIII – formador de mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 46).

Acerca da estrutura apresentada pelo FIP ao longo da sua existência, é possível que seja dividida em três fases, em primeiro lugar tem-se a constituição do FIP, em seguida sua operacionalização e, por fim, o seu desinvestimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98), cada fase será analisada a seguir.

A primeira fase é a da constituição do FIP, que se dá por meio do registro na CVM. O artigo segundo da instrução nº 578 da CVM apresenta em seus incisos os documentos e as informações⁵⁵ que

55 Na íntegra, afirmam os incisos do artigo segundo da referida instrução: “I – ato de constituição e inteiro teor de seu regulamento, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução; 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

deverão ser apresentadas à comissão para que se conceda o registro imediato ao fundo. No entanto, o mesmo dispositivo vincula os dizeres do caput à existência de sistema informatizado que concederá o registro automático e receberá a documentação, sua ausência dará à CVM o prazo de dez dias úteis, a contar do protocolo, para que se conceda o respectivo registro (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 1 e 2).

Constituído o FIP, inicia-se uma segunda fase, a operacionalização, que poderá ser dividida em dois momentos, um pré-investimentos e outro pós-investimentos. O momento pré-investimento está relacionado com o empenho, colocado em prática pela *startup*, à fim de alcançar possíveis investidores que tenham interesse em adquirir cotas ou ações de seu empreendimento. Relaciona-se ainda “à prospecção de empresas em que o FIP possa investir, estudo de mercado e auditoria financeira/jurídica das potenciais investidas (*due diligence*), e assinatura dos contratos de investimento com as investidas” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98).

É preciso destacar que, no primeiro momento da fase de operacionalização, o FIP busca por *startups* que se adequem aos parâmetros estabelecidos pelo próprio fundo, desse modo, reduz os riscos do investimento nos empreendimentos selecionados. No entanto, por ser a principal interessada, haja vista a grande quantidade de empreendimentos em busca de investimento, cabe à *startup* adotar uma postura proativa, razão pela qual o parágrafo anterior aborda a *startup* como responsável por parte do processo de aquisição de investimentos oferecidos pelos fundos.

No segundo momento da fase de operacionalização, o pós-investimento, as funções a serem desempenhadas pelo FIP estão relacionadas, basicamente, ao acompanhamento das atividades desempenhadas pela *startup* e também ao fornecimento de auxílio na gestão do empreendimento, que possui grande importância para

potenciais investidores; e VII - o número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica - CNPJ”.

os empreendedores, em razão do conhecimento de mercado e de organização agregados pelo FIP (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98).

Como o objetivo do FIP é aumentar o valor da *startup* durante o seu investimento, é de seu interesse interferir na gestão do empreendimento e na tomada de decisões acerca das estratégias a serem adotadas pela *startup*. Para isto, existem alguns mecanismos que permitirão ao FIP interferir no comando da *startup*, previstos pela CVM no artigo sexto da instrução 578, e que se realizarão:

- I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;
- II – pela celebração de acordo de acionistas; ou
- III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 03).

É importante observar que a interferência realizada pelo FIP não é facultativa, ao utilizar esta modalidade de investimento o fundo deverá, obrigatoriamente, influenciar as decisões tomadas pelo empreendimento. Tal exigência encontra-se presente na parte final do caput do artigo quinto da instrução 578 da CVM e afirma que o FIP “deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 02). A participação a que se trata apenas estará dispensada nas hipóteses do artigo sexto, incisos do parágrafo único da mesma instrução.

Por fim, o desinvestimento, como dito anteriormente, é a terceira e última fase da estrutura apresentada pelo FIP. O desinvestimento ocorre quando o FIP percebe que a *startup* alcançou um bom nível de desenvolvimento, possibilitado graças aos aportes financeiros, acompanhamento e apoio na gestão do empreendimento,

realizados pelo fundo. Assim, torna-se possível ao FIP receber valor consideravelmente alto em relação à quantia investida no empreendimento, pela venda de sua participação. Os lucros devidos pelo investimento realizado pelo FIP são alcançados no momento da venda de sua participação no empreendimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98 e 99).

Com o fim de proteger o aporte financeiro realizado pelos investidores que compõem o FIP, a CVM estabelece algumas exigências que deverão ser seguidas pelo fundo, dentre elas, está a necessidade de se investir em empreendimentos que adotem regras de governança corporativa, previstas no artigo oitavo da instrução 578 da CVM. São regras de governança que deverão ser seguidas pelas *startups* para que recebam investimentos do FIP:

- I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;
- III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e
- VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 4 e 5).

Estas exigências acabam limitando a quantidade de empreendimentos que poderão se candidatar ao recebimento de investimentos do FIP. Isto acontece em razão de existirem *startups* que não sejam tão organizadas, à ponto de se preocuparem com regras de governança corporativa tão complexas, sendo possível que algumas delas sequer saibam do que se trata.

Quanto ao modo de funcionamento do FIP, observa-se que buscam por *startups* com grande potencial de sucesso financeiro e que dependam do aporte de recursos e ou de uma gestão eficiente para atingir o sucesso que se almeja. Ao selecionar a *startup* que apresenta tais características, o FIP se torna sócio do empreendimento e passa a promover aportes financeiros e ou a realizar sua gestão, suprindo a carência identificada inicialmente no empreendimento e agregando valor à *startup*. O objetivo do FIP é fazer com que a *startup* evolua, tornando-se um empreendimento economicamente bem sucedido, para que possa vender sua participação e obter alta lucratividade com seu investimento (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98).

Por fim, é importante destacar a diferença existente entre o FIP e os Fundos de Investimento em Ações. Ambos tornam-se sócios das *startups* ao realizarem investimentos nesses empreendimentos, a diferença entre eles reside na estratégia de investimento utilizada. Enquanto o primeiro se preocupa em desenvolver a *startup*, agregando valor ao empreendimento para que obtenha lucros com a venda futura de sua participação, os Fundos de Investimento em Ações, em regra, não agregam valor ao empreendimento, preocupam-se apenas em realizarem negociações especulativas ou receber dividendos (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 98).

5.8.1 FUNDOS SEED CAPITAL;

O fundo *seed capital*, que pode ser traduzido para o português como capital semente, segundo PIMENTA e LANA, se verifica quando o fundo realiza aportes financeiros em *startups* que estão em uma fase

inicial de desenvolvimento, quando normalmente ainda não iniciaram suas atividades, ou seja, uma fase pré-operacional. Neste momento, a arrecadação em muito auxilia a *startup*, pois poderá ser utilizada para “suportar as despesas iniciais da *startup*, auxiliar no desenvolvimento do MVP, realizar pesquisas de mercado e desenvolver um plano de negócio, até que a *startup* se torne sustentável” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 61).

Acerca do fundo *seed capital* é importante observar que sua regulamentação se faz presente na instrução 578 da CVM. É preciso conceder especial atenção ao artigo 15 deste instrumento, tendo em vista que é responsável por apresentar, em seus incisos, os requisitos que deverão estar presentes nas *startups* interessadas no recebimento de aportes financeiros e todo auxílio oferecido pelo FIP. Assim, no fundo *seed capital*:

Art. 15. As companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP – Capital Semente:

I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; e
II – estão dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no art. 8º (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 11).

Destaca-se da citação acima os dizeres do caput do artigo e os do inciso segundo. Esta modalidade de investimento está disponível para S/As e sociedades limitadas, diferentemente do que ocorre nas demais subdivisões da modalidade fundo de investimento, disponibilizadas apenas para *startups* que se constituírem na modalidade S/A.

No inciso segundo, outra informação deve ser destacada, haja vista esse dispositivo dispensar a *startup* do cumprimento das complexas práticas de governança corporativa anteriormente estabelecidas pela mesma instrução. Estas aberturas permitem que

mais *startups* estejam aptas a receber aportes do FIP, uma vez que a regularização das *startups* se dá tardiamente, conforme evoluem.

A esse respeito, em conformidade com o que foi dito acima, faz-se importante citar as conclusões a que chegaram os autores CAMINHA e COELHO, que afirmam que “com essas flexibilizações do regulador, o FIP – Capital Semente consegue abranger todo um segmento de *startups* não acessível às demais categorias, se tornando o fundo para investimento em *startups* por excelência” (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 102).

Ainda quanto à necessidade ou não de se cumprir as exigências estabelecidas pelo artigo oitavo da instrução nº 578, que trata das práticas de governança corporativa, o parágrafo primeiro do artigo 15 estabelece exigências progressivas, conforme verifica-se o aumento da receita bruta anual da *startup* após o FIP ter realizado investimentos no empreendimento.

Assim, se após o aporte financeiro a *startup* ultrapassar o valor que dispensa a aplicação das práticas de governança, que é de R\$16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), mas não ultrapassar a receita bruta anual de R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), deverá cumprir apenas três das práticas de governança apresentadas pelo artigo oitavo, previstas nos incisos III, V e VI. Se a *startup* ultrapassar a receita bruta anual de R\$300.000.000,00 (trezentos mil reais), aí sim terá que cumprir todas as regras de governança previstas pelo artigo oitavo da mesma instrução (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 11 e 12).

Em razão do investimento ser efetuado por um fundo composto por diversas pessoas, que realizaram aportes financeiros individuais a fim de compor o montante a ser investido pelo fundo, e não isoladamente, como acontece com o investidor-anjo, os valores oferecidos pelo fundo, em regra, ultrapassam os valores oferecidos pelo investidor-anjo, podendo alcançar a quantia de R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Importante destacar ainda, que se exige da *startup* um mínimo de regularização, uma vez que essa deve apresentar

CNPJ para que a transação seja efetivada, razão pela qual é comumente conhecida como uma fase burocrática (PIMENTA; LANA, 2020, p. 61).

Aqui, faz-se importante destacar que a existência desta modalidade de investimento para *startups* em fase pré-operacional, não significa que é fácil para as *startups* acessarem o *seed capital*. Como apresentado em momento anterior, há certa dificuldade por parte das *startups* em terem acesso a crédito de terceiros, estranhos ao empreendimento, por ainda não possuírem um produto ou serviço a ser apresentado como fruto de trabalhos realizados. No entanto, isto não significa que a *startup* não possa receber investimentos de terceiros estranhos ao empreendimento durante a fase pré-operacional.

5.8.2 VENTURE CAPITAL

Até que a *startup* atinja o patamar de crescimento traçado por seus criadores, é natural que a necessidade de crédito permaneça ou aumente, durante seu desenvolvimento. Com o crescimento do empreendimento, em parte possibilitado pelos recursos financeiros aportados por investidores até então, percebe-se que a *startup* passa a demandar investimentos cada vez maiores. Este entendimento segue o mesmo raciocínio traçado por PIMENTA e LANA ao afirmar que “conforme a *startup* se consolida em seu ecossistema, a manutenção da atividade empreendedora demandará maiores gastos e despesas” (2020, p. 63).

No entanto, nesta fase, receber valores maiores a título de investimento passa a ser relativamente mais fácil, uma vez que a *startup* já está organizada, apresenta estrutura definida, produtos ou serviços a serem ofertados à população, possui clientes e conseqüentemente apresentará rendimentos, ou seja, os investimentos realizados aqui apresentam menos riscos do que quando a *startup* é apenas uma ideia a ser desenvolvida e que não se sabe se conseguirá suportar as dificuldades iniciais, que se farão presentes durante sua evolução.

O padrão citado acima se encaixa bem aos requisitos para que o empreendimento receba investimentos da modalidade *venture capital*. Neste sentido, PIMENTA e LANA (2020, p. 63) afirmam que a *startup* precisa ser um negócio desenvolvido, detentora de clientes, escalável e viável para que recebam investimentos na modalidade analisada. Os autores ainda completam que “há foco nas empresas que já tenham modelo de negócio comprovado. Revela-se a etapa onde a participação do empreendedor já está bem diluída” (2020, p. 63).

Da citação apresentada no parágrafo anterior é importante destacar que, nesta modalidade de investimento, em regra, a participação dos fundadores da *startup* já não representa a integralidade das quotas ou ações existentes. Conforme a *startup* recebe investimentos ao longo de seu desenvolvimento, a depender da modalidade adotada, aos poucos os fundadores vão trocando as quotas ou ações que possuem pelos recursos e apoio técnico que o empreendimento necessita para crescer e atingir os objetivos traçados.

PIMENTA e LANA (2020, p. 62) afirmam que, com o fim do estágio inicial, uma nova fase de desenvolvimento da *startup* é iniciada, trata-se da fase *growth stage*, também conhecida por estágio de crescimento. A este respeito, CAMINHA e COELHO (2020, p. 103) são claros ao afirmar que “via de regra, *Fundos Venture Capital investem em startups que já estão nos estágios mais avançados, e não nos seed e early stages*” (destaque dos autores). Quanto à venda de produtos ou serviços, PIMENTA e LANA (2020, p. 62) ainda afirmam que “neste estágio, a *startup* já está, ou espera-se que esteja faturando”.

Com base nas informações apresentadas até aqui, que exigem, dentre outros, a estruturação, o desenvolvimento, e o exercício do empreendimento, é possível concluir que a modalidade de investimento *venture capital* se faz presente nas fases finais de desenvolvimento da *startup*, uma vez que, no início do seu desenvolvimento, se existirem *startups* que se adequem a tais requisitos, essa quantidade será extremamente pequena.

Basicamente, a aplicação é feita para a empresa que já cresceu, aperfeiçoar ainda mais seu produto ou serviço e seguir expandindo, mas de forma acelerada. Quanto ao *venture capital* (ou capital de risco), é aquele fundo de investimento que tem como alvo startups que, mesmo um pouco consolidadas e já inseridas no mercado, ainda estão em desenvolvimento e precisam de recursos para capital de giro, marketing, instalações, estruturação, etc (PIMENTA; LANA, 2020, p. 63 e 64).

Neste aspecto, faz-se importante observar que a *startup* deverá estar em uma fase específica para receber aportes financeiros na modalidade *venture capital*, esta fase é intermediária, ou seja, não se encontra nem no início do desenvolvimento da *startup* e nem no final. A justificativa para se evitar o estágio embrionário é que trata-se de momento extremamente incerto acerca do sucesso do empreendimento, por outro lado, evita-se o período pós-avanzado em razão dos níveis de crescimento terem sofrido reduções e também por existirem muitos outros investidores na *cap table* (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 103).

Este raciocínio é amplamente adotado por fundos *venture capital* e existem alguns motivos que justificam tal adoção.

O primeiro deles está conectado à própria estrutura do fundo *venture capital*. Tendo em vista que o objetivo do gestor do fundo deve ser aumentar a lucratividade dos investidores ao realizarem o desinvestimento, o gestor deverá adotar medidas como a realização de alto volume de aportes financeiros em empreendimentos que apresentem menor risco, para atingir sua finalidade. Desta forma, na esfera econômica, não seria aconselhável efetuar tais investimentos em *startups* embrionárias, haja vista o risco, ficando assim o investimento de altos volumes reservado a *startups* avançadas (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 103 e 104).

O segundo motivo relaciona-se ao tempo disponível do gestor do fundo para acompanhar o desenvolvimento da *startup*. Em regra, o

acompanhamento realizado pelo gestor, que consiste em monitorar e interagir com a *startup* avançada que cumpre os requisitos apresentados anteriormente, consome cerca de 70% de suas horas úteis (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 104).

Deste modo, caso o investimento realizado nesta *startup* que cumpre com os requisitos apresentados fosse distribuído a *startups* menos desenvolvidas, haveriam diversas *startups* a serem monitoradas pelo gestor do fundo ao mesmo tempo e essas demandariam individualmente muito mais tempo, por estarem em fases iniciais de desenvolvimento. As limitações humanas apresentadas pelo gestor poderiam prejudicar a qualidade do auxílio e acompanhamento prestados por ele (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 104).

O terceiro e último motivo está ligado à proteção da imagem do fundo *venture capital*. Apesar do fundo lidar com investimentos de risco, ou seja, o prejuízo é sempre uma possibilidade, sua ocorrência em grande quantidade pode prejudicar a imagem do fundo e de seu gestor. Neste sentido, afirmam CAMINHA e COELHO que “mesmo sendo da natureza desses fundos o alto risco, um portfólio com muitos fracassos (conforme provável em muitos investimentos em *seed*) pode condenar a reputação do gestor no mercado local” (2020, p. 104).

A remuneração dos gestores varia a depender da situação concreta. A esse respeito:

Em contrapartida ao know-how e expertise empregados pelo gestor quando aplica o patrimônio dos seus investidores em boas startups, o padrão de mercado é que ele cobre sua remuneração na forma de duas taxas chamadas de sistema ‘2-and-20’: (i) taxa de administração fixa, de 2% ao ano incidentes sobre o patrimônio do fundo; e (ii) taxa de performance (chamada de ‘carry’) de 20% sobre o lucro do fundo. É a taxa de performance que constitui o prêmio de verdade do gestor, ainda que os 2% de taxa de administração eventualmente venham a ser

expressivos por se tratar de um fundo com muito capital (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 89).

Quanto à remuneração, ao citar a revista *The Economist*, os autores ainda afirmam que, considerando os fracassos ocorridos na indústria de fundos, os percentuais exigidos pelo sistema 2-and-20 estão sendo questionados pelo mercado, como consequência, há uma redução dos percentuais das taxas de administração, para até 1,4%, e de performance, para até 17%. Importante destacar que tal redução tem sido exigida apenas por investidores que possuam grande poder de negociação (THE ECONOMIST, 2014b, s.p.).

Apesar das *startups* submetidas a modalidade de investimento *venture capital* estarem próximas do desenvolvimento pleno, esta modalidade ainda é marcada pelo risco ao investir. PIMENTA e LANA (2020, p. 64) afirmam que a lógica adotada pelos fundos de *venture capital* pode ser demonstrada pela expressão: “quanto maior o risco, maior o retorno”. Neste sentido, destaca-se que os investidores realizam aportes financeiros significativos nas *startups* investidas, segundo PIMENTA e LANA (2020, p. 64), o valor investido pode variar entre R\$5.000.000,00 (cinco milhões) e R\$30.000.000,00 (trinta milhões).

5.8.3 PRIVATE EQUITY

Inicialmente, importante abordar o surgimento da modalidade de investimento *private equity* no Brasil. Para CAMINHA e COELHO, o *private equity* teria surgido no ano de 1965. Afirmam os autores que:

O Private Equity começou oficialmente no Brasil com um investimento no país pela Adela Investment Company, em 1965. A companhia tinha como objetivo adquirir participações minoritárias em empresas, para então revendê-las com lucro – Private Equity por excelência (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 90).

Assim como o *venture capital*, a modalidade de investimento *private equity* também é muito utilizada em empreendimentos que já possuam uma estrutura definida e o produto ou serviço prontos e que já estejam sendo comercializados. Para PIMENTA e LANA, estas duas formas de investimento, em regra, apresentam-se como “os últimos investidores da *startup*, antes que esta atinja o patamar de negociações no mercado secundário (bolsa de valores), através da abertura do seu capital” (2020, p. 63). Diferentemente do que ocorre com o *venture capital*, o *private equity* é aplicado ao final do processo de evolução da *startup*, quando essa já encerrou seu processo de desenvolvimento e evolução, em regra, trata-se do último investidor da *startup*.

Em razão da *startup* já ter atingido a evolução desejada por seus idealizadores, é importante destacar que há uma diminuição considerável do risco a que o empreendimento estava submetido durante seu desenvolvimento, momento em que estava presente a incerteza acerca da viabilidade, da aceitação ou não dos produtos ou serviços desenvolvidos pela *startup* e também quanto ao acesso a investimentos futuros, uma vez que, assim como as demais fases, a inexistência de recursos poderia inviabilizar o prosseguimento da *startup*.

Afirmou-se que, nesta modalidade de investimento, a *startup* já atingiu seu limite de desenvolvimento, ou seja, o aporte financeiro recebido por esta modalidade não tem como objetivo auxiliar a *startup* na criação de seus produtos ou serviços, não é para custear as despesas do seu desenvolvimento e a informação faz-se correta. Sendo assim, é possível que o leitor esteja se perguntando: para que a *startup* precisa de mais recursos se já atingiu seu limite?

Quem apresenta a resposta a esta pergunta são os autores PIMENTA e LANA (2020, p. 64), que afirmam que os investimentos recebidos pela *startup* neste momento serão utilizados para que ela deixe de ser uma *startup* e se torne uma empresa consolidada. Além do mais, os recursos serão muito úteis para custear as despesas relacionadas à abertura do capital da *startup* e despesas envolvendo a negociação das suas respectivas ações no mercado secundário.

Assim como nas outras modalidades de investimento provenientes do FIP, vistas anteriormente, em que ao gestor é permitido interferir na administração da *startup*, inclusive ditando os caminhos que essa deverá trilhar, nesta modalidade de investimento é possível que o fundo se torne ainda mais exigente, haja vista os aportes financeiros serem superiores a R\$30.000.000,00 (trinta milhões) (PIMENTA; LANA, 2020, p. 64). Esta é outra diferença existente entre o *private equity* e o *venture capital*, uma vez que este último tem o citado valor como limite máximo e não como ponto de partida.

Após o longo período percorrido pela *startup*, que vai do seu desenvolvimento enquanto ideia até o recebimento do seu investimento final na modalidade *private equity*, é chegado o tão esperado momento de se iniciar uma nova fase, a última modalidade de recebimento de capital de terceiros, que corresponde à inserção da *startup* na bolsa de valores para captação de recursos por meio da *Inicial Public Offering*, que será analisada a seguir (PIMENTA; LANA, 2020, p. 65).

5.9 INICIAL PUBLIC OFFERING

A *Inicial Public Offering* (IPO), que pode ser traduzida para o português como Oferta Pública Inicial, é adotada por empreendimentos consolidados no mercado, constituídos na forma de S/As, e não mais por *startups*. Assim, é necessário que a *startup* se transforme para que possa disponibilizar suas ações na bolsa de valores. A IPO corresponde ao procedimento de abertura de capital do empreendimento, que pode ou não ter sido uma *startup* no passado, por meio do qual haverá sua primeira negociação na bolsa de valores (PIMENTA; LANA, 2020, p. 65 e 66).

Este procedimento permite à S/A acessar ainda mais recursos para expandir sua atuação, no entanto, várias são as exigências que devem ser seguidas pela S/A para venda de suas ações na bolsa de valores:

[...] a sociedade precisa atender aos requisitos e procedimento exigido pela Comissão de Valores Mobiliários e pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6404/76). Exige-se uma grande quantidade de trabalho e que pode distrair os líderes da empresa de seus negócios.

Há necessidade de ter um banco de investimento para auxiliar no processo de IPO. Ademais, as empresas públicas costumam ter que obedecer regulamentos muito mais intensos da Comissão de Valores Mobiliários e dos acionistas. Trata-se de processo que pode apresentar volatilidade (PIMENTA; LANA, 2020, p. 66).

Acerca do processo burocrático a ser adotado para efetivação da IPO, o portal Mais Retorno, criado pela empresa MR Educação e Tecnologia LTDA, estabelece seis passos básicos que devem ser seguidos pelos empreendedores para que a IPO se realize: “Planejamento; Registro no CVM; Solicitação de permissão para entrar na Bolsa; Lançamento do prospecto de oferta pública; Administração das reservas e book building; IPO (O grande dia!)” (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.), nessa ordem.

O primeiro a ser tratado, o planejamento, está entre as fases mais importantes do processo. Isto acontece em razão do procedimento poder ser demorado e dispendioso, exigindo dos administradores à frente do empreendimento que tenham certeza de que o correto a se fazer é de fato adquirir recursos por meio da venda de ações na bolsa de valores.

Dentre os fatores que precisam ser analisados pelos administradores antes da tomada de decisão e que deverão influenciá-los, estão as expectativas quanto ao setor em que o empreendimento atua e o quão receptivos são os investidores quanto às ações a serem disponibilizadas na bolsa de valores. Caso haja uma tendência ao respectivo setor estar aquecido e haver receptividade por parte dos investidores, os administradores do empreendimento devem seguir

com o procedimento do IPO, caso contrário, seria mais seguro recuar (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

Em seguida, o registro na CVM e a permissão para entrar na bolsa, respectivamente, são requisitos indispensáveis para que o IPO se concretize. Realizado o primeiro, devem os administradores solicitarem autorização para se submeterem à bolsa de valores (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

Recebida a autorização, caberá aos administradores apresentarem o prospecto de oferta pública. Neste documento, deverão ser inseridas todas as informações que de algum modo possam interessar possíveis investidores, como exemplo de informações, é possível citar aquelas relacionadas à S/A, como administração e mercado, e também relacionadas às ações que serão disponibilizadas, como exemplo a quantidade de ações (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

O prospecto deve ser submetido em dois momentos distintos. Sua versão preliminar deve ser enviada com antecedência mínima de cinco dias da data fixada para recebimento das reservas, enquanto que a versão definitiva deve ser enviada com antecedência mínima de cinco dias da data fixada para aceitação das ofertas. O portal Mais Retorno ainda afirma que “ambas as versões são essenciais para que o investidor possa avaliar o contexto e condições de um eventual investimento e possa optar, com segurança, pela concretização (ou não) do mesmo” (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

As próximas fases, administração das reservas e *book building*, realizam-se nessa sequência. A reserva de ações acontece quando os investidores querem adquirir ações antes mesmo dessas estarem disponíveis à venda no dia oficial do IPO, para tanto, o investidor deve solicitar a reserva das ações para a corretora por ele contratada (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.), neste processo, os investidores informam o valor que pagariam pela ação.

Após o período de reservas, inicia-se o *book building*, que é quando se fixa o preço final das ações, após verificada a demanda das ações ofertadas pelos investidores interessados. Ao divulgar o valor final das ações, se o investidor apresentou, na reserva de ações, valor

igual ou superior ao valor final apresentado, os investidores receberão as ações pelo preço final (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

Como exemplo, se na reserva de ações A informou o valor simbólico de R\$ 20,00, B R\$ 30,00 e C R\$ 40,00, e no *book building* o valor final fixou-se em R\$ 30,00, os investidores B e C receberão as ações reservadas pelo valor de R\$ 30,00, ainda que o investidor C tenha informado valor superior.

A última fase citada pelo portal é o dia do IPO. O momento é muito esperado pelos administradores do empreendimento e por *flippers*⁵⁶, haja vista ser o dia em que são levantadas as ofertas e divulgado o resultado do período de captação. O portal ainda informa que, em regra, o valor arrecado pelos empreendimentos se apresenta em centenas de milhões podendo chegar em bilhões de reais (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

Sobre a volatilidade da IPO e seus custos, os autores PIMENTA e LANA ainda esclarecem que “no momento da abertura, o preço das ações pode disparar, mas também, não raras as vezes, pode minorar logo depois. Quanto ao tempo, pode durar até um ano e custar mais de R\$ 2 milhões em taxas, honorários e despesas” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 66). Os custos do processo de IPO são muito altos e por isso é preciso ter certeza de que o procedimento será utilizado e que trará bons resultados, assim, reduz-se as chances do empreendimento ter que cobrir gastos que não lhe trouxeram o retorno esperado.

Os benefícios apresentados pelo IPO não estão restritos ao empreendimento, aqueles que adquirem suas ações também lucram

56 Como visto em outros momentos desta obra, muitos termos utilizados no âmbito das *startups* e dos investimentos recebidos por essas, foram adotados e adaptados de outros países. O mesmo ocorreu com o termo *flippers* que deriva do verbo em inglês *flip*, cuja tradução literal é virar algo repentinamente, e que tem sido utilizada no Brasil, no linguajar daqueles que atuam no mercado financeiro, para se referir aos indivíduos que adquirem e vendem ações durante um IPO, destaca-se que os *flippers* desempenham a *flipagem* (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.). Outro termo que possui a mesma origem é *flipagem* que “nada mais é do que o movimento de adquirir ações previamente no período de reservar, para vendê-las logo em seguida, no primeiro dia de seu lançamento no mercado. O objetivo? Lucrar com a alta valorização do papel, que costuma atingir patamares únicos durante as primeiras horas de negociação” (MAIS RETORNO, 2020b, s.p.).

com o investimento, razão pela qual continuam realizando aportes financeiros por meio desta modalidade. Trata-se de uma excelente oportunidade para aqueles que queiram adquirir ações. Em razão do empreendimento estar atuando pela primeira vez na bolsa, é provável que haja valorização futura, que pode ser potencializada pela aquisição de ações por valores mais amenos.

5.10 DESINVESTIMENTO

O desinvestimento foi abordado anteriormente em locais distintos deste livro, por esse motivo, faz-se importante reunir, sob este subtópico, todas as modalidades em que o desinvestimento poderá ocorrer, esclarecendo assim sua utilização.

Quanto ao momento em que o desinvestimento irá ocorrer e seu prazo de duração, os autores ALVES, FILIZZOLA e JUNQUEIRA (2015, s.p.) ao tratarem do assunto afirmam que o processo possui duração entre 6 e 12 meses, e que acontece no futuro, se concretizando com a venda da participação no capital social do empreendimento.

A primeira hipótese a ser tratada acontece com o IPO, ou seja, quando o empreendimento, após cumprir os requisitos estabelecidos, expõe suas ações à venda na bolsa de valores. A abertura do capital tornará as ações líquidas, isso acontece, uma vez que as ações “poderão ser negociadas no mercado secundário e adquiridas por qualquer pessoa” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 72).

Em relação à utilização do IPO para realizar o desinvestimento, SCHMIDT e BOCK (2012, p. 03) afirmam que é vista como a saída que promete maiores retornos aos capitalistas de risco, portanto, é considerada a modalidade mais favorável a ser adotada. Os autores afirmam que, na presença da cláusula *lockup*, encerrada sua vigência, os investidores poderão exercer o desinvestimento de duas formas.

A primeira delas se dá através da venda total de sua participação, assim que a *lockup* encerra seus efeitos, independentemente do valor ofertado. A segunda opção tem como objetivo maximizar o retorno

com o desinvestimento, para tanto, ocorreria a venda de parte da participação e a venda do restante aguardaria o momento ideal para alienação (SCHMIDT; BOCK, 2012, p. 03).

Importante observar que a primeira modalidade de desinvestimento acontecerá em momento específico da existência do empreendimento, em que deverão ser cumpridos requisitos pré-fixados, como deixar de ser uma *startup* para transformar-se em uma S/A, dentre outros. Ou seja, há certa preparação para o momento que se aproxima e o mesmo é de conhecimento de todos.

A segunda hipótese de desinvestimento acontece quando um investidor decide vender sua participação no empreendimento. Para PIMENTA e LANA (2020, p. 72) a venda a que se refere pode ser total ou parcial e ainda, pode ser realizada para sócio do empreendimento ou terceiro estranho a esse. Os autores ainda afirmam que: “neste caso, deve-se seguir o rito previsto em lei e a alienação deve estar de acordo com o contrato ou estatuto social da sociedade. A venda deve ser formalizada por contrato e a alteração societária deve ser regularizada nos órgãos competentes” (PIMENTA; LANA, 2020, p. 72).

Diante dos ensinamentos apresentados por PIMENTA e LANA, importante apontar que CUMMING e MACINTOSH dividem esta hipótese de desinvestimento em outras duas hipóteses, *acquisition exits* e *secondary sales*, tratando de cada uma delas separadamente.

Em relação à *acquisition exits*, CUMMING e MACINTOSH (2003, p. 13) afirmam ocorrer quando toda a *startup* é vendida para um terceiro, que é normalmente um investidor estratégico. Esta hipótese apresenta pontos positivos, como exemplo é possível citar que o adquirente se tornará detentor de todo o empreendimento, o que significa dizer que não haverá conflito pela direção do empreendimento. O proprietário exclusivo definirá os rumos que a *startup* irá tomar.

Por outro lado, a *secondary sales* consiste na possibilidade dos investidores venderem suas participações para terceiros, sem que para isso todos precisem alienar suas respectivas participações, trata-se de uma alienação parcial da *startup*. Nesta modalidade, o adquirente terá que dividir a administração da *startup* com os fundadores e sócios que

não quiseram vender suas parcelas do capital social, o que pode causar conflito na gestão do empreendimento (CUMMING; MACINTOSH, 2003, p. 14).

Os autores CUMMING e MACINTOSH ainda apresentam outras 2 hipóteses de desinvestimento, *buybacks* e *write-off*.

A recompra ou *buybacks*, ocorre quando um investidor aliena sua parcela no capital social da *startup* para um fundador. Por isso a denominação recompra, haja vista que, a princípio, todo o capital social do empreendimento pertencia aos fundadores (CUMMING; MACINTOSH, 2003, p. 16). Destaca-se que a diluição do capital social do empreendimento pertencente aos fundadores é uma consequência comum e que se agrava a cada novo investimento ocorrido na modalidade *equity*.

A última hipótese de desinvestimento apresentada por CUMMING e MACINTOSH (2003, p. 17) são as *write-offs*. Para os autores, existem dois tipos de *write-offs*, as baixas totais, quando o investidor percebe que há pouca ou nenhuma expectativa de que poderá recuperar seu investimento inicial e as baixas parciais, quando acontece a baixa nos livros do empreendimento. Nesta hipótese, o investimento ainda possui valor, mas não atrai investimentos de risco, haja vista ter potencial de valorização significativo.

Percebe-se que tratando-se de *acquisitions*, *secondary sales*, *buybacks*, ou *write-off*, não há uma preparação para a realização do desinvestimento ou mesmo um momento específico para que aconteça. Assim, tais modalidades de desinvestimento poderão ocorrer a qualquer momento, independentemente da fase vivenciada pela *startup* ou ações que tenham ocorrido antes ou que venham a acontecer posteriormente. A decisão de desinvestir pode, inclusive, ser inesperada para os demais sócios, mas precisa respeitar eventuais cláusulas que estabeleçam permanência mínima na *startup*.

O desinvestimento permite que, não só os investidores, mas também os empreendedores, que tenham desenvolvido a *startup*, deixem o empreendimento. Os motivos para sair podem ser variados, mas comumente realiza-se por terem atingido o objetivo econômico

traçado, o que garantirá uma boa quantidade de dinheiro para quem vender sua participação no empreendimento, independentemente de apresentar, no momento do desinvestimento, a estrutura de uma S/A ou de uma *startup*.

Existem situações, como o encerramento do fundo de investimentos em função do esgotamento do seu período de existência, que podem provocar o desinvestimento ainda que a lucratividade pretendida não tenha sido atingida. Nestes casos, a existência de uma data limite pode prejudicar a lucratividade dos investidores, haja vista provocar uma saída prematura da *startup* (SCHMIDT; BOCK, 2012, p. 05).

Os autores LOPES, BEUREN e THEISS apresentam apontamento importante acerca do processo do desinvestimento:

No desinvestimento, os controles formais e informais são valorizados por sinalizarem a continuidade da *startup*, sua qualidade e seu potencial de crescimento. Nesta etapa, analisa-se a contribuição do investimento na criação de valor para a *startup*, com um olhar para evitar possíveis prejuízos (LOPES; BEUREN e THEISS, 2021, p. 49).

A citação acima destaca a importância da realização de controles no processo de desinvestimento. Apesar da fase de desinvestimento consistir no desligamento de parte ou da totalidade dos sócios da *startup*, o fim do período de contribuição de um ou mais sócios para o desenvolvimento da *startup* não pode contribuir para um abrandamento do exercício de atividades essenciais para a manutenção e registro de sua evolução.

6

O CONTRATO COMO INSTRUMENTO DE ARRECADAÇÃO

6. O CONTRATO COMO INSTRUMENTO DE ARRECADAÇÃO

Além das diversas modalidades de investimento que poderão ser adotadas pelos empreendedores e investidores das *startups*, faz-se importante destacar que existem modalidades contratuais à disposição desses, cuja aplicação pode contribuir para que o pacto firmado entre as partes seja melhor ajustado. Deste modo, torna-se possível enrijecer o acordo e conceder maior segurança aos envolvidos. As modalidades contratuais a que se faz referência serão analisadas abaixo.

6.1 CONTRATO DE VESTING

O contrato de *vesting* surgiu no direito norte-americano e, diante de sua relevância, passou a ser adotado pelo Brasil. Apesar de ter se tornado um importante instrumento à disposição das *startups* brasileiras, o contrato de *vesting* passou por adequações. Antes de suas características serem apresentadas, faz-se importante abordar seu conceito.

Os autores OLIVEIRA e RAMALHO afirmam que “o *vesting* é um contrato em que as partes pactuam que haverá uma distribuição das ações disponíveis em uma sociedade empresária, de maneira gradual e progressiva, levando em conta parâmetros especificados de produtividade” (OLIVEIRA; RAMALHO, 2016, p. 184). Em um outro parágrafo do mesmo texto os autores esclarecem que a produtividade a que se referem deverá ser observada no decurso do tempo.

Outro conceito que merece destaque é apresentado por MACHADO. Em seu texto, o autor aborda o contrato de *vesting* pela realização de tarefas, deixando de lado a possibilidade deste instrumento ser aplicado em razão do decurso do tempo, ou ainda, pela mescla entre estas duas modalidades. Para o autor, o contrato de *vesting* representa

uma fidelização de um agente, geralmente um parceiro que não é sócio, naquele empreendimento com a remuneração de seus serviços em participações. Assim, deverá o interessado de fato ‘vestir’ a roupagem de sócio e efetivamente contribuir para o sucesso empresarial, obtendo, a partir dos resultados alcançados, o seu pagamento por meio de participações (MACHADO, 2017, p. 139).

Em sua definição, fica clara a utilização do contrato de *vesting* como detentor de natureza salarial, uma vez que a concessão de participação é vista como pagamento pelo serviço prestado. No entanto, existem entendimentos diversos que merecem destaque e entraves a serem superados, a depender da corrente adotada, como será analisado em momento oportuno.

Outra definição importante é a que afirma que

o *vesting* consiste em uma promessa de participação societária, estabelecida em contrato particular com colaboradores estratégicos, que objetivam estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da startup. Em regra, tais indivíduos são eleitos pelos dirigentes da sociedade (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 122).

A definição apresentada acima aborda ponto importante. O contrato de *vesting* não será firmado entre a *startup* e qualquer um de seus colaboradores aleatoriamente, pelo contrário, é preciso escolher aqueles que se destaquem, que sejam capazes de contribuir verdadeiramente para a conquista de objetivos traçados, colaboradores que possam impactar positivamente o desenvolvimento do empreendimento. Para tanto, os empreendedores a frente da *startup* precisam estabelecer critérios para seleção de colaboradores que apresentem tais características.

É interessante observar que dificilmente alguém seria contratado apenas para se fazer presente na *startup*, ainda mais se forem consideradas as diversas tarefas a serem desenvolvidas para que o empreendimento consiga atingir os objetivos traçados. Deste modo, ainda que o *vesting* seja estabelecido com base no decurso do tempo, é razoável pensar que a pessoa que se submeteu a este contrato terá que desenvolver alguma atividade durante o período, ainda que não tenha metas de produtividade vinculadas ao contrato de *vesting*.

Os autores JÚDICE e NYBO (2015, p. 40) ainda esclarecem que comumente o prazo para aquisição total dos direitos de participação é fixado em cinco anos, sendo dividido em dois momentos. O primeiro período de tempo, composto por um ano, seria reservado para o período de *cliff*⁵⁷. Superado o primeiro ano, teria início o segundo momento, em que a participação seria concedida gradualmente, “ao final do cliff, é comum o fundador receber 25% da participação societária que lhe foi prometida e o restante passa a ser ‘vestido’ mensalmente até o final dos 4 anos (portanto, em uma razão de 1/48 ao mês)” (JÚDICE; NYBO, 2015, p. 40).

A concessão parcelada de participação na *startup* seria um mecanismo adotado com o objetivo de manter as pessoas envolvidas no desenvolvimento da *startup*, evitando assim que abandonem o empreendimento em seus momentos difíceis, deixando a cargo de poucos o seu desenvolvimento (JÚDICE; NYBO, 2015, p. 40).

57 FEIGELSON, NYBO e FONSECA (2018, p. 122) explicam o termo *Cliff* da seguinte forma: “durante o período de cliff o colaborador encontra-se em um período probatório, durante o qual não terá nenhum direito outorgado caso resolva sair ou seja dispensado pela startup”. Antes dos administradores concederem parcela da sociedade a um terceiro, é preciso conhecer esta pessoa para que o desenvolvimento da *startup* não seja prejudicado. Assim, a cláusula *Cliff* permite aos empreendedores à frente da *startup* conhecer características pessoais do colaborador que se tornará sócio do empreendimento e observar como esse lida com a atividade a ser desempenhada durante o *vesting*. Caso percebam que aquela pessoa não demonstra condições necessárias para contribuir para o desenvolvimento da *startup*, ela poderá ser dispensada antes de se tornar sócio do empreendimento, o que seria mais trabalhoso. Pode-se concluir que a cláusula *Cliff* estabelece um período de testes para que novos sócios sejam aceitos pela *startup* e muito contribui, principalmente nos casos em que os demais sócios não conhecem o sócio que está ingressando na *startup*.

Deste modo, pelo menos a princípio, aqueles que querem receber a participação estabelecida deverão permanecer no empreendimento pelo prazo fixado, contribuindo para seu desenvolvimento e não simplesmente conquistar a participação de uma única vez e aguardar que outros realizem o esforço necessário para que atinjam os objetivos traçados.

Como visto em capítulos anteriores, é natural que as *startups* não possuam recursos suficientes para garantir o desenvolvimento e evolução de suas atividades, desse modo, é imprescindível que haja a alocação correta dos recursos disponíveis. A utilização adequada dos investimentos poderá, inclusive, contribuir para que se evite responsabilizações dos empreendedores a pedido dos investidores.

Dentro da ideia de utilização adequada de recursos, é preciso incluir a necessidade constante dos empreendedores à frente da *startup* racionarem os valores à disposição, uma vez que a necessidade de recursos está presente de forma constante, enquanto que o acesso a eles dependerá do interesse de terceiros em investir. Em síntese, a manutenção das atividades da *startup* por mais um período de tempo depende de algo que não pode ser controlado pelos empreendedores, que é o aporte de recursos realizado por terceiros.

Em momento anterior, também se afirmou que grande parte das *startups* é composta por capital humano, ou seja, ao invés de investimentos em imóveis, equipamentos ou maquinários, número considerável de *startups* investem valores significativos em pessoas. Isto se justifica à medida que as *startups* desenvolvem atividades ligadas à inovação e à tecnologia, para tanto, precisam de pessoas qualificadas e que sejam capazes de desenvolver as ideias propostas e contribuir para a evolução do empreendimento.

O problema é que o acesso a profissionais de excelência, em regra, apresenta custos proporcionais à capacidade demonstrada por eles e, como lembrado a pouco, a *startup* precisa conter seus gastos para que mantenha o desenvolvimento de suas atividades. Deste modo, sem recursos para custear as despesas com funcionários, as *startups* teriam que dispensar aqueles que possuíssem salários mais

altos ou substituí-los por pessoas menos capacitadas que, a princípio, receberiam salários mais baixos.

Este é um dos pontos em que o contrato de *vesting* pode contribuir para a *startup*. Diante da ausência de recursos para manter o quadro de funcionários, para não ter que dispensá-los ou substituí-los por mão de obra menos qualificada, por meio do contrato de *vesting* os empreendedores à frente da *startup* poderão converter o funcionário em um sócio do empreendimento.

Assim, ao invés de receber salário ao concluir tarefas estabelecidas ou atingir período determinado de trabalho, a pessoa que ingressou no empreendimento por meio do contrato de *vesting* ou que na condição de funcionário aceitou o contrato de *vesting*, passará a ocupar também a condição de sócio do empreendimento e receberá participação na sociedade. Para alguns autores, como será visto, a participação recebida possui natureza salarial, enquanto outros discordam dessa afirmação.

Além do contrato de *vesting* ser uma saída eficaz para superar a dificuldade de contratação de pessoas qualificadas diante da ausência de recursos, que trabalharão em prol do desenvolvimento da *startup*, sua utilização pode contribuir para que resultados sejam atingidos mais rapidamente, como quando o requisito para o recebimento de participação na sociedade é a realização de tarefas estabelecidas previamente.

Neste sentido, em relação ao contrato de *vesting* estabelecido com base na realização de tarefas, “funciona, assim, simultaneamente, como uma forma de estímulo e investimento, já que o mesmo tende a ser diretamente proporcional ao empenho e dedicação pessoal de cada um, que será sócio e trabalhador no negócio” (OLIVEIRA; RAMALHO, 2016, p. 184). Este mecanismo mostra-se eficiente, principalmente nos momentos em que a *startup* está passando por circunstâncias difíceis, quando normalmente ocorre um desestímulo diante das situações enfrentadas.

O contrato de *vesting* também poderá ser utilizado para solucionar o conflito de agência. Criada pelo direito norte-americano, a teoria da

agência surge “em decorrência do fenômeno da dispersão acionária, que dissociou propriedade e controle, estabelecendo uma relação de agência, pela qual nomeia-se um terceiro para tomar decisões em nome e benefício do principal, leia-se acionistas” (GANTOIS, 2021, p. 119). Quando sócios e administrador não demonstram a mesma opinião em relação às formas de se solucionar os problemas enfrentados pela sociedade, tem-se o conflito de agência.

Com a utilização do contrato de *vesting*, é possível que o administrador seja chamado a integrar a sociedade, se submetendo às incertezas da atividade, assim, quando precisar decidir algo em benefício da sociedade, se esforçará ao máximo para que os melhores resultados sejam atingidos, haja vista se beneficiar diretamente com os bons resultados do empreendimento. Neste sentido: “os gestores que não têm, a princípio, a pele em jogo (*skin in the game*), mas vão despender esforços para passar a tê-lo e, com sucesso, passarão e isso fará com que se maximize a eficiência da tomada de decisão no melhor interesse de um negócio” (GANTOIS, 2021, p. 119).

Ao tornar-se titular de parcela da sociedade, esse colaborador assume os riscos do empreendimento, assim como os demais acionistas. Deste modo, se o empreendimento alcançar bons resultados, realizado o desinvestimento, é possível que o colaborador receba valores consideráveis, inclusive superiores ao que lhe seria devido se estivesse trabalhando para um particular, pelo mesmo período em que se dedicou ao desenvolvimento da *startup*. Este mecanismo funciona como um eficaz estímulo ao colaborador/acionista, uma vez que a excelência de seu trabalho poderá contribuir para seu próprio sucesso, por meio do sucesso da *startup*.

Neste sentido, afirma NYBO:

Muitas startups no Brasil passaram a ver o *vesting* como uma alternativa para estimular um eventual parceiro a entrar no risco do negócio, trabalhar sem cobrar por seus serviços e contribuir com o crescimento da *startup*. Isso se deve à lógica de

bootstrapping (minimização de custos) que a maior parte das startups adota (NYBO, 2016, s.p.)

O contrato de *vesting* poderá ser usado livremente pela *startup*. Não há uma quantidade mínima ou máxima de contratos a serem firmados ou participações a serem concedidas nessa modalidade. Destaca-se que apesar de ser possível que o fundador de uma *startup* contrate todos os demais integrantes do empreendimento por meio deste contrato, com a evolução da *startup*, é possível que recursos sejam necessários para superar exigências que não podem ser sanadas por meio deste contrato. Por esta razão, o contrato de *vesting* pode adiar a necessidade de investimento, mas não é capaz de excluí-la.

O contrato de *vesting* deve apresentar certa reciprocidade para que não seja considerado abusivo. O instrumento não pode ser utilizado para lesar direitos das pessoas que optaram por colaborar para o desenvolvimento da *startup*, com a expectativa de que receberiam em troca participações no empreendimento. Em relação à reciprocidade necessária:

Entende-se aqui como reciprocidade a qualidade de uma relação contratual que exige sacrifício e propicia vantagem a todos os envolvidos, e na qual se verifica uma certa correspondência entre o sacrifício exigido e a vantagem propiciada a cada uma das partes (ZANITELLI, 2011, p. 182).

Definir o que será considerado permitido ou abusivo não é uma tarefa fácil, há uma linha tênue separando os dois lados. Por este motivo, a CVM, por meio da deliberação nº 728, apresentou algumas definições de termos que deverão constar do contrato para que este instrumento se apresente de forma clara e se evite que as partes assumam obrigações excessivamente onerosas por desconhecimento de termos ou pela ausência de clareza dos mesmos.

O primeiro termo capaz de contribuir para o entendimento deste assunto é “condição de mercado”, que corresponde à meta de desempenho a ser alcançada. Esta meta pode ser expressada de duas formas:

- (a) atingir um preço de ação especificado, ou atingir um montante especificado de valor intrínseco da opção de ação; ou
- (b) alcançar a meta especificada que seja baseada no preço (ou valor) de mercado dos instrumentos patrimoniais da entidade (ou instrumentos patrimoniais de outra entidade do mesmo grupo) em relação a algum índice de preços de mercado de instrumentos patrimoniais de outras entidades (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 3).

As metas estabelecidas acima podem ser alcançadas, dentre outras formas, por meio do contrato de *vesting*, tratado pela deliberação como uma “aquisição de direito” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 4). Este último termo, por sua vez, também foi definido pela deliberação, como pode ser visto a seguir:

Condições de aquisição de direito são as condições que determinam se a entidade recebe os serviços que habilitam a contraparte a receber caixa, outros ativos ou instrumentos patrimoniais da entidade, por força de acordo com pagamento baseado em ações (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 4).

As condições de aquisição de direito poderão ser condições de serviço ou condições de desempenho. “Condição de serviço é a condição de aquisição que exige que a contraparte complete um período específico de serviço durante o qual os serviços são prestados à entidade” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 4). Com o objetivo de aclarar seus dispositivos, a deliberação continua afirmando

que a não realização do serviço, independentemente dos motivos, será considerada como descumprimento da condição, enquanto que não se exige o cumprimento da meta de desempenho para que a condição de serviço seja satisfeita (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 4).

Para o cumprimento da condição de desempenho, por outro lado, exige-se que “(a) a contraparte complete um período específico de serviço [...]; o requisito de serviço pode ser explícito ou implícito; e (b) a meta específica de desempenho a ser cumprida, enquanto a contraparte está prestando o serviço exigido em (a)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 4).

Após a análise da deliberação nº 728 emitida pela CVM, não há dúvidas de que a legislação brasileira permite a aplicação do contrato de *vesting* no território nacional, se é que um dia tais dúvidas existiram de forma fundamentada. Além do mais, ao estabelecer dispositivos que devem estar presentes no contrato de forma clara, a CVM demonstrou grande preocupação com as partes. Assim, aqueles que seguirem os dizeres da deliberação, terão acesso a um instrumento dotado de maior clareza e rigidez.

Apesar do contrato de *vesting* contribuir em grande medida para o desenvolvimento do empreendimento, haja vista diminuir os custos e incentivar a evolução da *startup*, é preciso destacar que há discussão sobre ser possível ou não utilizá-lo em certas estruturas jurídicas disponíveis às *startups*.

A primeira característica, responsável por vedar a utilização do contrato de *vesting* por boa parte destas estruturas é a necessidade de se criar uma sociedade. Como dito anteriormente, por meio contrato de *vesting* o colaborador é chamado a integrar o empreendimento que, diante da pluralidade de sócios, terá que se constituir como sociedade.

Deste modo, estruturas como a SLU não poderão ser utilizadas pelo empreendimento após o ingresso de novos sócios por meio do contrato de *vesting*, a não ser que no futuro as respectivas participações dos sócios sejam concentradas em uma única pessoa, hipótese em

que a sociedade, após alteração, poderá adotar estrutura jurídica individual.

Diante da impossibilidade de se adotar estruturas jurídicas individuais, restam aos empreendedores optarem por uma sociedade dentre as previstas pela legislação. Como visto em capítulo anterior, as sociedades mais comuns são a LTDA e a S/A. A LTDA destaca-se entre estas por apresentar processo de constituição e manutenção menos burocrático e conseqüentemente menos oneroso, no entanto, discussões são travadas em razão da possibilidade ou não da utilização do contrato de *vesting*.

Acredita-se que a LTDA não possa adotar o contrato de *vesting* em razão da previsão legal estabelecida no artigo 1.055, especialmente em seu parágrafo segundo. O dispositivo trata da composição do capital social da LTDA, que se dividirá em quotas a serem constituídas por meio do aporte de valores ou bens, mas expressamente nega ao quotista o direito de subscrever sua participação por meio do trabalho. Na íntegra afirma o dispositivo:

Art. 1.055. O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio. § 1º Pela exata estimação de bens conferidos ao capital social respondem solidariamente todos os sócios, até o prazo de cinco anos da data do registro da sociedade. § 2º É vedada contribuição que consista em prestação de serviços (BRASIL, 2002, s.p.).

Ao se referir ao artigo 1.055 do CC, os autores OLIVEIRA e RAMALHO também compreendem tal dispositivo como um empecilho à utilização do contrato de *vesting* pela LTDA. Segundo os autores:

Tal vedação acaba por impossibilitar a utilização do *vesting* em sociedades limitadas no Brasil, uma vez que a quota será adquirida em decorrência de critérios de produtividade decorrentes dos serviços

prestados pelo empregado ou administrador em benefício da sociedade; ou seja, a contribuição para a integralização da quota acabará por decorrer da prestação de serviços, o que é expressamente vedado pelo referido artigo 1.055, § 2º do Código Civil (OLIVEIRA; RAMALHO, 2016, p. 189 e 190).

Problema parecido pode ser verificado em relação à S/A. O artigo 7º da lei 6.404/76 afirma que “o capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro” (BRASIL, 1976, s.p.). Diferente do que acontece com a LTDA, na lei das S/As não há vedação expressa que impeça a utilização de trabalho como forma de integralização do capital social do empreendimento, no entanto, frente aos requisitos estabelecidos pelos dispositivos da lei, percebe-se que o trabalho não se enquadra como hipótese viável.

Quanto à possibilidade da S/A poder fazer uso do contrato de *vesting*, OLIVEIRA e RAMALHO possuem posicionamento contrário, esses autores acreditam que a S/A está apta a utilizar o contrato de *vesting* e afirmam que diante dos três tipos de ações a serem adotados para a organização do capital social da S/A, que pode se dividir em ações preferencias, ordinárias ou de fruição, o mais adequado seria utilizar as ações preferenciais sem voto. Assim, mesmo incluindo novos integrantes à S/A por meio do contrato de *vesting*, aqueles que possuem o direito de voto não arriscariam perder o poder de mando exercido sobre a S/A ou terem que suportar sua diminuição (OLIVEIRA; RAMALHO, 2016, p. 190 e 191).

Por outro lado, existem autores que defendem que a proibição presente no parágrafo segundo do artigo 1.055 do CC e no artigo sétimo da lei 6.404/76, não se aplicaria ao contrato de *vesting*, concluindo que o instrumento pode ser utilizado pelas *startups* constituídas na forma de LTDA e S/A, uma vez que a participação recebida não seria uma contraprestação ao trabalho realizado. Neste sentido:

[...] o vesting não possui natureza salarial. Trata-se da outorga de uma opção de compra de participação societária a preços preestabelecidos, condicionada ao cumprimento de metas e/ou decurso de tempo. O valor dessa participação societária depende de questões mercantis e, por essa razão, não possui natureza salarial. Não se trata de uma contrapartida pelo trabalho desempenhado por um empregado (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 122).

Para que a LTDA e a S/A possam utilizar o contrato de *vesting*, é preciso adotar a ideia de que não se trata de uma contraprestação salarial. FEIGELSON, NYBO e FONSECA (2018, p. 122) afirmam que o *vesting* se dá sempre por meio de uma opção de compra de ações e que o colaborador precisa adquirir sua participação, caso contrário, a participação recebida seria tida como contraprestação oferecida pelo trabalho e conseqüentemente vedada pelas legislações que regulam estes tipos societários.

Da mesma forma que existem colaboradores interessados em contribuir para o desenvolvimento da *startup* por certo período de tempo, com o objetivo de ao final tornarem-se sócios da *startup*, assumindo assim os riscos do empreendimento, é possível que, após receber sua participação, determinada pessoa queira aliená-la, deixando o empreendimento, independentemente dos motivos que a induziram a esta ação.

Assim como os demais, o sócio que adquiriu suas ações ao realizar contribuições para o desenvolvimento do empreendimento é livre para deixar a sociedade quando quiser. No entanto, existem duas situações distintas a serem consideradas, a primeira delas e também mais simples, acontece quando o trabalhador contribui para a *startup* e consegue, conforme previsto no contrato, cumprir os serviços estabelecidos anteriormente, seja pelo exercício de uma atividade por determinado período de tempo ou pela realização de tarefas. Deste modo, o trabalhador torna-se proprietário da sua participação, ou seja, se transforma em um sócio do empreendimento.

O problema surge quando o colaborador ainda está desenvolvendo a atividade a que havia se comprometido, ou seja, a atividade ainda não foi concluída, e decide descumprir o contrato firmado entre ele e a *startup*. Esta situação apresenta-se complexa, haja vista de um lado estar a *startup* que precisa da conclusão do serviço desempenhado até então, muitas vezes envolvendo segredos que não podem ser revelados a terceiros. Enquanto que do outro lado da relação está o colaborador que, pelo menos a princípio, precisa ser recompensado pela contribuição realizada até então, mesmo que os objetivos iniciais ainda não tenham sido integralmente concluídos.

É certo que não há uma resposta pronta, as particularidades do caso concreto precisam ser consideradas para que a melhor decisão seja tomada, evitando assim que prejuízos sejam percebidos em ambos os lados. O melhor momento para se estabelecer normas com o fim de penalizar o descumprimento do contrato de *vesting* é durante a sua confecção, que deve prever cláusulas que regulem o seu descumprimento por quem ainda não integralizou sua parte do acordo, estabelecendo possíveis multas e indenizações a serem pagas à *startup* ou ao colaborador.

Em relação a tais cláusulas, existem duas que merecem destaque, *good leaver* e *bad leaver*. Ambas são aplicadas quando o colaborador exerce seu direito de retirada, deixando a *startup* e dependem da vontade dos administradores para serem aplicadas. A diferença entre elas reside na forma com que o colaborador deixa o empreendimento, depende dos motivos que causaram a ruptura, a partir da análise dessas informações, as consequências são aplicadas (FEIGELSON; NYBO; FONSECA 2018, p. 123).

A cláusula *good leaver* é aplicada quando o colaborador deixa a *startup* “por motivos razoáveis, mantendo uma boa relação com a *startup*, de forma que na eventualidade de ocorrer um evento de liquidez, este passará a receber os valores proporcionais à participação social que lhe foi outorgada pelo contrato de *vesting*” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA 2018, p. 123).

Já a cláusula *bad leaver* aplica-se em situações apostas, essa cláusula possui

caráter punitivo para aqueles colaboradores que deixam a startup por motivos de demissão pelo empregador por justa causa, dentre outros casos em que há algum tipo de desídia entre o colaborador e o empregador, de forma que na eventualidade de um evento de liquidez o colaborador terá direito apenas ao valor contábil da participação societária que adquiriu ou, ainda, a própria startup pode ter o direito de recomprar a participação societária outorgada a preço do valor contábil (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 123 e 124).

A este respeito, JÚDICE e NYBO afirmam que o modelo estadunidense de contrato de *vesting*, apresenta solução ao problema criado pelo exercício do direito de retirada dos colaboradores, que se daria da seguinte forma:

[...] na hipótese de um evento de vencimento antecipado do período de *vesting* (por exemplo, ocasionado pela retirada do sócio), a startup poderá recomprar os títulos de participação societária emitidos ao ex-sócio por seu valor de emissão. [...] é necessário que a participação societária que outrora havia sido disponibilizada para ele como instrumento de incentivo possa ser recomprada pela startup para incentivar o próximo sócio a participar do projeto. A conclusão é de que se há uma recompra, significa dizer que aquela participação societária já teria sido distribuída ao sócio durante o período de *vesting* (JÚDICE; NYBO, 2015, p. 41)

Deste modo, no direito norte-americano, apesar do contrato de *vesting* conceder parcelas sucessivas de participação a quem as está

adquirindo por meio da colaboração, existem autores que defendem que a transferência da participação total e incontestável acontece de uma única vez, após realizadas as condições fixadas, sejam elas ligadas ao cumprimento de metas ou ao decurso do tempo. Até que o tempo ou as metas sejam atingidas, a *startup* guarda para si o direito de recomprar a participação do capital social em jogo, por isso estes autores acreditam que a investidura definitiva nos direitos de sócio só acontece após encerrado o direito de recompra pela *startup* (JÚDICE; NYBO, 2015, p. 41).

O problema é que, durante o processo de importação dos dispositivos do contrato de *vesting* criado pelos estadunidenses, parcela de seu significado teria se perdido. Deste modo há autores, como os citados acima, que defendem que a compreensão global da natureza jurídica do contrato de *vesting* no Brasil restaria prejudicada, uma vez que os dizeres acima, apresentados por JÚDICE e NYBO não teriam sido adotados pelo instrumento no território brasileiro.

Por outro lado, há quem defenda que a aquisição da participação no contrato de *vesting* acontece desde o início, nesse caso, a faculdade de dispor, inerente à propriedade plena, ficaria suspensa até que as condições estabelecidas fossem cumpridas pelo sócio. Até este evento acontecer, o sócio poderia apenas fruir e gozar da participação recebida. Este entendimento é defendido por Simone GANTOIS (2021, p. 118) e a autora não se posiciona claramente no texto acessado em relação ao direito de reivindicar a participação.

Para GANTOIS (2021, p. 118), o não cumprimento das condições estabelecidas ao sócio, submeteria esse à uma possível perda de titularidade da participação outrora recebida. Nesta situação, restaria à sociedade recomprar a participação que havia sido concedida a ele por meio do contrato de *vesting*. Neste ponto, os dizeres de GANTOIS se aproximam do que é defendido por JÚDICE e NYBO.

6.2 CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL E OPÇÃO DE AÇÕES OU QUOTAS

O contrato de mútuo conversível e opções de ações ou quotas são instrumentos muito importantes para as *startups* e podem contribuir em grande medida para o desenvolvimento e sucesso desses empreendimentos. Diante da proximidade existente entre eles, para uma melhor compreensão, decidiu-se apresentá-los em um único capítulo, demonstrando suas semelhanças e pontuando as diferenças existentes entre eles.

Acredita-se que a inspiração para a criação do mútuo conversível tenha surgido com base nas *convertible notes*, existentes no direito norte-americano. No direito brasileiro, por sua vez, o contrato de mútuo comum encontra-se presente no CC, que se preocupou em esclarecer suas características. Para a legislação, “o mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade” (BRASIL, 2002, s.p.).

Neste sentido, em relação ao contrato de mútuo, Thalles TAKADA afirma que “surgiu com a finalidade de empréstimo de coisa fungível, sendo que ao final não tem o titular da coisa intenção de transferi-la em definitivo ao contratante, obriga-se dessa forma o contratante a restituir a coisa tomada como empréstimo” (TAKADA, 2016, p. 03).

Outra característica destacada pelo legislador é que no contrato de mútuo transfere-se ao mutuário o domínio da coisa emprestada e em relação à responsabilidade do mutuário, afirma-se que responderá por todos os riscos a partir do momento em que a tradição se realizar (BRASIL, 2002, s.p.). Significa dizer que “ocorrendo um evento externo que acarrete a perda do bem, suportará o mutuário o prejuízo, mantido o dever de restituir a mesma quantidade e gênero emprestados” (PELUSO 2021, p. 591).

Segundo PELUSO (2021, p. 591), também são características do contrato de mútuo comum ser um contrato real, unilateral, informal, e pode se apresentar de forma gratuita, quando apenas a obrigação

principal é exigida do mutuário, ou onerosa, como exemplo, quando ao final além do bem principal, exige-se o pagamento de juros pelo valor ou bem emprestado.

Em relação a estas características, importante esclarecer que, diante da necessidade de se realizar a tradição do bem, considera-se o mútuo um contrato real. A unilateralidade refere-se à existência de obrigações a serem realizadas por apenas uma das partes, como a restituição da coisa recebida com mesmo gênero, qualidade e quantidade. Já a informalidade diz respeito à inexistência de formas a serem seguidas para sua validade, isso abre espaço para que um contrato de mútuo válido seja apresentado de forma escrita ou mesmo oral (PELUSO, 2021, p. 591).

Assim como o mútuo comum, no mútuo conversível há o empréstimo de coisa fungível, na maioria dos casos há o empréstimo de certa quantia em dinheiro que deverá ser paga no tempo estabelecido. Ao final deste período, o valor a ser pago ainda contará com o acréscimo de juros (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 78).

No entanto, diferentemente do que ocorre com o mútuo comum, no mútuo conversível é possível que as partes pactuem algo diferente, de modo a alterar a contraprestação a ser paga ao credor, que não estará restrita à devolução de coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Assim, ao invés do pagamento do valor principal e de juros, é possível converter o crédito existente em participação social, tornando aquele que antes ocupava posição de credor da *startup* em um sócio do empreendimento.

Importante destacar que, até o momento da conversão, o investidor não se submete ao risco a que o empreendimento está sujeito. Assim, tratando-se de mútuo conversível oneroso, poderá o investidor exigir do empreendimento, ao final do período estipulado ou tendo acontecido evento acordado como resolutivo do contrato, o que havia sido emprestado acrescido dos juros estabelecidos.

Para o investidor, o fracasso do empreendimento não prejudica seu direito de exigir o cumprimento do contrato. Apesar do sucesso do empreendimento contribuir para a existência de bens a serem

penhorados, caso não haja cumprimento espontâneo do contrato, vale frisar que o investidor não terá direito a receber valores superiores ao acordado. Como o risco não prejudica o investidor, não seria razoável permitir que fosse beneficiado por ele.

Os autores FEIGELSON, NYBO e FONSECA ainda esclarecem que:

o princípio básico desses contratos é que, decorrido certo prazo ou diante da ocorrência de certos eventos previstos contratualmente, a dívida poderá ser convertida em participação societária. Pode ser considerada, teoricamente, uma obrigação subsidiária prevista no contrato – caso a obrigação principal não seja cumprida, recorre-se à obrigação subsidiária. Contudo é comum que em contratos dessa natureza haja a previsão da conversão mesmo quando a startup possui situações de solvência e liquidez, o que significaria um bom cenário e não faria sentido retirar do investidor o direito de receber seu equity nestes casos; também são muito utilizadas cláusulas de vencimento antecipado, pelas quais os investidores podem requerer de imediato o pagamento da dívida no caso da ocorrência de determinadas situações estabelecidas contratualmente (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 78).

As características apresentadas pelo mútuo conversível atraem investidores e recursos para o empreendimento. Ao firmar o mútuo conversível com a *startup*, o investidor reserva para si o direito de converter o valor emprestado em participação no empreendimento, conforme previsto no contrato. Para tanto, a escolha entre o recebimento do valor investido acrescido dos juros ou a transformação do empréstimo em um investimento, tornando-se sócio da *startup*, não acontece de forma não fundamentada. O credor poderá analisar as características da *startup* à época para definir qual decisão será mais lucrativa para ele.

Desta forma, o credor fica protegido em relação aos riscos assumidos pela *startup* até que decida converter seu crédito em participação no capital social do empreendimento. Neste momento, o credor deixará sua posição de expectador para integrar a *startup*, assumindo os riscos a que o empreendimento está submetido. Apesar de existirem riscos, dificilmente um credor se tornaria sócio de *startups* que sabe estarem fracassando, por esse motivo, no momento em que escolher se tornar credor, é provável que a *startup* tenha superado boa parte de seus problemas e que tenha atingido patamares em que suas chances de sucesso apresentam-se em maior número.

Em relação ao contrato de mútuo, VALENTE afirma que “era um dos modelos de contrato mais utilizado entre o investidor e o empresário, podendo ser feito entre pessoa jurídica ou física, permitindo identificar de forma clara como seria a contraprestação e o lucro auferido pelo investidor anjo” (VALENTE, 2019, p. 142). Da citação, é possível perceber que, segundo a autora, o contrato de mútuo se adequava bem às necessidades da relação existente entre investidores-anjo e empreendedores à frente das *startups*.

O contrato de mútuo apresenta vantagens para ambos os lados, uma vez que o credor terá condições de verificar qual escolha lhe renderá mais benefícios, exigir o crédito acrescido dos juros ou tornar-se sócio do empreendimento. Quanto à *startup*, as vantagens apresentam-se relacionadas ao recebimento de recursos, imprescindíveis para o seu desenvolvimento. Neste sentido, em relação ao contrato de mútuo, afirma-se que

isso evidencia, na maior parte das vezes, a possibilidade de ganho de capital em um projeto ainda em elaboração ou recém-lançado no mercado, em que a empresa criadora ainda não possui a estabilidade necessária para adquirir recursos monetários com outros instrumentos disponíveis, como debêntures ou abertura de capital em bolsa, ou não quer ficar refém de instituições financeiras que cobram altos juros, e sim encontrar a figura de quem aceita correr o risco

do negócio e possui o aporte financeiro necessário (TAKADA, 2016, p. 4).

O momento da conversão do crédito em participação social poderá ocorrer de dois modos, de forma obrigatória e automática ou facultativa. O primeiro deles acontece “quando há a conversão de outro investimento – de terceiro – que seja de, no mínimo, um valor predeterminado em contrato” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 78). Já o segundo, facultativo, após decorrido o tempo ou acontecido o fato fixado em contrato, concede-se ao investidor o direito de escolher o momento em que a conversão se dará, bastando apenas notificar a sociedade de sua decisão (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 78).

Para que se evite problemas futuros, independentemente da modalidade de conversão adotada, é importante que a participação a ser concedida ao investidor seja estabelecida em contrato, desse modo, o investidor realiza a conversão sabendo, antecipadamente, o percentual do empreendimento que irá lhe tocar. Diante das circunstâncias do momento e se esta for a vontade dos empreendedores, é possível que a situação do investidor seja, de qualquer modo, melhorada. Como exemplo, podem os empreendedores aumentarem o percentual que tocaria ao investidor para incentivar a conversão de seu crédito em participação no empreendimento (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 78).

É comum que sejam estabelecidas algumas exigências no contrato de mútuo conversível, a serem observadas no momento da conversão. Tais exigências visam fortalecer a transação e evitar que abusos sejam cometidos, além do mais, apresentam-se de forma exemplificativa, podendo estarem ou não presentes no contrato e serem ou não ampliadas pelos contratantes. Dentre as exigências mais recorrentes estão:

- a) a obrigatoriedade da transformação do tipo societário para Sociedade por Ações (S.A.), por razões tributárias [...]; b) a adoção de um Estatuto Social e

Acordo de Acionistas, que podem figurar como anexos nos contratos ou, pelo menos, garantir certos direitos àquele investidor, como demonstramos anteriormente neste capítulo (tag along, drag along, voto afirmativo em determinadas operações, call option etc.); c) que as ações conferidas aos investidores tenham direitos mínimos, como serem Ações Preferenciais conversíveis em ordinárias, por exemplo; d) que todos os atos sejam formalizados; e e) que seja dada quitação ao mútuo. Outras obrigações podem ser previstas, mas essas são as que preferencialmente devem existir em qualquer contrato de mútuo conversível (FEIGELSON; NYBO; FONSEGA, 2018, p. 78).

Outro importante ponto a ser abordado é a possibilidade de cobrança de tributos sobre o investimento realizado em *startup* utilizando-se do contrato de mútuo. A análise do decreto 6.306 de 2007, indica ser hipótese de aplicação do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF) (BRASIL, 2007, s.p.).

O referido decreto apresenta como hipótese de incidência do IOF a existência de operações de crédito, realizadas entre pessoas jurídicas ou entre pessoas jurídicas e pessoas físicas (BRASIL, 2007, s.p.). Percebe-se que o contrato de mútuo conversível se enquadra perfeitamente na hipótese do decreto, haja vista figurar de um lado a *startup* na condição de pessoa jurídica, que pode ou não ter se tornado uma S/A, e do outro o investidor, que comumente aporta recursos na condição de pessoa física.

Para reafirmar e aclarar a submissão do mútuo aos dispositivos do decreto, importante a verificação do que informa o artigo 3º, §3º, que diz compreender como operação de crédito o empréstimo sob qualquer modalidade e o mútuo de recursos financeiros entre pessoas jurídicas ou entre pessoas jurídicas e pessoas físicas (BRASIL, 2007, s.p.). Assim, resta clara a submissão das transações efetivadas por meio

do mútuo conversível aos dispositivos do decreto 6.306 e a respectiva incidência do IOF.

Superada as características do contrato de mútuo conversível, faz-se importante destacar os motivos que o tornam tão importante e adotado em larga escala por investidores. Inicialmente, merece destaque a proteção do investidor antes de realizada a conversão de seu crédito em participação, proteção que se divide em duas vertentes.

A princípio, esta proteção livra o investidor de ser responsabilizado pelas ações dos empreendedores e só é possível gozar desta blindagem em razão de não figurar nos documentos públicos registrado pelo empreendimento. Desta forma, não há que se falar em responsabilizações por danos trabalhistas, fiscais, ou qualquer cobrança que possa recair sobre os empreendedores.

Em seguida, destaca-se que o investidor está protegido do risco a que o empreendimento está sujeito, uma vez que ao fornecer crédito o investidor não se torna um integrante do empreendimento, mas sim seu credor. Ao credor, pouco importa o sucesso do empreendimento, seu direito ao crédito permanecerá ainda que a *startup* não consiga atingir o sucesso esperado. Por outro lado, vale destacar que os recursos a serem recebidos serão os estabelecidos em contrato e não serão ampliados em razão do sucesso da *startup*.

Apesar de haver uma diminuição do risco na hipótese citada, o risco é inerente ao ato de investir ou de emprestar valores a terceiros. A inafastabilidade do risco se dá em razão da persistente possibilidade de se considerar o devedor incapaz de quitar as obrigações por ele contraídas. Mesmo existindo diversas formas para que a dívida seja cobrada, dentre elas a judicial, não há como obrigar o devedor a pagar após a comprovação de que inexistente patrimônio.

Ao optar pela conversão do valor emprestado em participação no empreendimento, o investidor se torna integrante da *startup* e perde a proteção apresentada acima, podendo ser responsabilizado pelas ações dos demais integrantes e se sujeita ao risco do empreendimento. Por outro lado, destaca-se que os lucros, antes limitados, passam a seguir a sorte do empreendimento, ou seja, o sucesso do empreendimento

concederá bons lucros aos integrantes da *startup*, enquanto que o seu fracasso também poderá impactar seus integrantes.

Por se tratar de um tema relativamente novo, o investimento em *startups* ainda se depara com diversas dificuldades durante o processo de implantação, principalmente quando se trata de empreendedores que ainda desenvolvem suas atividades sem o auxílio de profissionais, seja em razão do custo que representam para o empreendimento como um todo, ou mesmo por simples descuido dos empreendedores.

Diante desta realidade, a ANJOS DO BRASIL, uma organização sem fins lucrativos criada por Cassio Spina em 2011, desenvolveu um modelo de documento que deveria preceder a assinatura do contrato de mútuo, o objetivo é facilitar o acesso de *startups* a investimentos por meio deste instrumento, nomeado por seus criadores como “memorando de entendimentos” (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 01). O referido modelo se preocupa em apresentar cláusulas consideradas por seus criadores como imprescindíveis para garantir a continuidade das negociações, atingindo assim a assinatura do contrato de mútuo e outros que se fizerem necessários na relação.

O memorando de entendimentos apresenta diversas lacunas a serem preenchidas pelos contratantes ao longo do texto. Apesar das lacunas existentes, destaca-se que complementá-las não é suficiente para individualizar a complexa relação a ser firmada pelos contratantes, por esse motivo, o modelo deve ser utilizado apenas como um exemplo e deve sofrer as modificações necessárias, por mais profundas que pareçam, a fim de regular suficientemente o pacto a ser firmado. Neste sentido, o próprio modelo apresenta aviso destacado em sua primeira página, afirmando que:

Este documento pretende espelhar termos e condições comumente utilizados em operações de investimento anjo com fim meramente educativo. Existem várias estruturas e possibilidades jurídicas adequadas uma operação, ou seja, termos podem, e devem, ser questionados e editados a fim de espelhar

adequadamente a intenção das partes dentro de um processo de negociação. Mais um bom motivo para estar cercado de bons profissionais (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 01).

Não bastasse a ressalva apresentada na página inicial, todas as outras páginas foram marcadas com uma frase que remete o leitor ao aviso presente na primeira página do documento, transcrito acima. Assim, dificilmente alguém faria a leitura do documento e não se tornaria conhecedor da importância de adequar o modelo apresentado à realidade fática vivida pelos contratantes.

Para além da necessidade de adequar o modelo disponibilizado a empreendedores e investidores, existem alguns dispositivos que merecem destaque. Dentre tais dispositivos, é possível citar trechos em que o documento reconhece a condição de *startup*, a apresentação do mútuo conversível como forma de investimento utilizada para a efetivação do investimento e, por fim, o compromisso da *startup* e de seus sócios fundadores em expandir e desenvolver a *startup* com os valores recebidos (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 03).

Outras informações importantes podem ser retiradas do documento. Dentre elas está a previsão para aplicação da *due diligence*, já tratada em outro momento, e que basicamente consiste em realizar uma verdadeira auditoria da *startup*, em momento anterior à realização do investimento, verificando toda e qualquer informação que possa interessar ao investidor, seja ela sigilosa ou não. Em posse dos resultados demonstrados pela *due diligence*, o investidor terá maior segurança para decidir investir ou não na *startup* (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 04).

Em caso de realização do investimento, o documento também sugere a previsão de cláusula que impeça a retirada dos sócios fundadores do empreendimento, das funções de execução e da sua diretoria. Para deixar uma destas três atribuições, o sócio fundador estará submetido à aprovação do investidor, que precisará ser consultado previamente. Apenas duas exceções foram previstas a esta

regra, a primeira delas ocorreria em caso de morte do sócio fundador e a segunda estaria relacionada à existência de doença que impeça a realização de suas funções (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 04).

Também existe uma lista exemplificativa de direitos do investidor, que concede a ele o direito de preferência caso ocorra evento de liquidez. Em seguida, apresenta o voto afirmativo, que submete as decisões da assembleia legislativa à aprovação do investidor. O direito de exigir a criação de conselho de administração e indicar um dos três membros que irão integrá-lo. Direito de preferência, para adquirir ações nas mesmas condições oferecidas por terceiros, a quem seriam alienadas. As cláusulas *tag along* e *drag along* também foram inseridas no rol de direitos mínimos do investidor e já foram definidas em momento oportuno (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 05 e 06).

Outro direito conferido ao investidor é o *put option*, que impõe ao empreendimento o dever de adquirir a participação do investidor por preço fixado anteriormente. Em seguida está a cláusula *lock-up*, que impede a venda parcial ou total do empreendimento durante determinado lapso temporal, fixado no modelo em dois anos (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 06 e 07).

Por fim, o *non compete* proíbe os sócios fundadores de concorrerem com o empreendimento, de exercerem atividades que conflitem com seu interesse ou auxiliar terceiros a exercerem tais atividades, enquanto administrarem e/ou possuírem ações do empreendimento e após dois anos da alienação de suas ações (ANJOS DO BRASIL, 2016, p. 06 e 07).

O contrato de opção de ações ou quotas é outro muito utilizado por aqueles que querem investir em *startups* e por isso merece destaque. Inicialmente, destaca-se o conceito fornecido por PIMENTA e BASTOS:

A “opção” é, em essência, uma operação financeira na qual as partes acordam, em momento presente, o direito de, em data futura, comprar e vender entre si uma determinada participação no capital de uma

sociedade (na forma de ações ou quotas), a preço já fixado (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 82).

PIMENTA e BASTOS (2020, p. 83) ainda afirmam que o contrato de opção possui caráter especulativo, haja vista permitir a aquisição ou venda das ações ou quotas por valor definido anteriormente em contrato, assim, o direito de opção apenas será exercido pelo seu adquirente se se tratar de negócio rentável, caso contrário, será mais vantajoso perder o valor utilizado para aquisição do direito de opção do que vender por preço abaixo do real ou comprar por preço acima do real.

Assim como o contrato de mútuo, na opção de ações ou quotas o investidor não se torna sócio do empreendimento logo após a transferência do valor investido, a participação na sociedade se efetivará apenas com o exercício do seu direito de opção. Deste modo, da mesma forma que no contrato de mútuo, o investidor estará afastado de responder por eventuais responsabilidades, sejam elas próprias dos períodos iniciais do empreendimento ou assumidas pelo empreendimento e seus sócios fundadores.

Novamente, é importante destacar que sempre haverá risco ao emprestar recursos a terceiros, uma vez que permanece a possibilidade de inexistir patrimônio sobre o qual deva recair a responsabilidade pelo descumprimento do pactuado. Com a utilização da opção de ações ou quotas haverá certa diminuição dos riscos a serem assumidos pelo investidor, mas não a exclusão por completo. Ao exercer a opção, o investidor se torna sócio da *startup*, a partir de então, se sujeita a todos os riscos a que está submetido o empreendimento, lucrando com seu sucesso e sendo prejudicado por seu fracasso.

O momento do exercício da opção de ações ou quotas é fixado com base em uma condição, que se trata de um evento específico, e/ou termo, que é um lapso temporal, ambos devem estar previstos no contrato. Como a ocorrência de certa condição pode ser incerta, é prudente sempre apresentar um termo, que será observado em caso

de inocorrência da condição (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 79).

Como apresentado pelo conceito, o contrato de opções pode regular a aquisição ou venda de ações ou quotas. Assim, importante abordar os termos utilizados para cada um, de acordo com seu respectivo objeto.

Quando o contrato de opções tratar de compra futura de ações ou quotas por valor estabelecido anteriormente em contrato, receberá o nome de *call*. Nesta situação, seu titular aposta que na data estabelecida para exercício da opção, as ações ou quotas possuirão valor superior ao fixado anteriormente em contrato (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 83). Ao adquirir ações ou quotas por valor inferior ao atual, o titular do direito de opção é beneficiado.

Abordando a outra possibilidade, quando o contrato de opções tratar de venda futura de ações ou quotas por valor estabelecido anteriormente em contrato, receberá o nome de *put*. Neste caso, o titular do direito de opção aposta que na data estabelecida para exercício da opção, as ações ou quotas possuirão valor inferior ao fixado anteriormente em contrato (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 83). Ao vender ações ou quotas por valor superior ao atual, o titular do direito de opção é beneficiado.

É importante observar que o contrato de opções permite ao seu titular exercer ou não o direito de comprar ou vender ações ou quotas. O não exercício do direito de opção conduz à perda do valor pago pela aquisição do direito. Por outro lado, o exercício do direito de opção obriga a outra parte a cumprir com o acordo, não sendo possível deixar de adquirir ou de vender as ações ou quotas pelo valor estabelecido em contrato (PIMENTA; BASTOS, 2020, p. 82).

Existem duas principais diferenças entre o contrato de mútuo conversível e o contrato de opções de ações ou quotas. A primeira delas refere-se à natureza jurídica do contrato. Enquanto o mútuo conversível é um contrato de dívida, podendo se resolver com a conversão do investidor em sócio ou por meio do pagamento do principal acrescido de juros, a opção de ações ou quotas é contrato

de participação societária, se resolvendo apenas com a aquisição ou venda de ações ou quotas (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 79), ou renunciando o direito de opção, não comprando ou vendendo as ações ou quotas a que tem direito.

A segunda diferença relaciona-se ao momento do pagamento. No mútuo conversível, em regra, o pagamento ocorre antes do investidor se tornar sócio do empreendimento por meio da conversão, para ser mais específico, acontece próximo à assinatura do contrato. Na opção de compra, por sua vez, o investidor paga pela aquisição do seu direito de opção e, posteriormente, no momento em que exercer a opção precisa pagar novamente, mas agora o valor destina-se à aquisição da participação social, pelo valor que havia sido estabelecido anteriormente em contrato (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 79).

Após a análise dos contratos apresentados acima, é possível perceber que possuem grande relevância para o mundo jurídico e se apresentam como importantes ferramentas de captação de investimentos por *startups*. Existem muitas semelhanças entre o contrato de mútuo e o contrato de opção, mas as particularidades apresentadas por eles são suficientes para que uma clara distinção seja estabelecida, assim, as partes podem optar pelo instrumento que melhor se adequa à realidade vivida por elas à época.

7

CONSIDERAÇÕES FINAIS

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os empreendimentos são imprescindíveis para o bom funcionamento da sociedade. Além da geração de riquezas para quem o desenvolve, percebe-se grande impacto na quantidade de empregos gerados e na circulação de renda entre a população. Sejam empreendimentos criados em razão da necessidade ou da oportunidade, sua contribuição para o meio em que estão inseridos é certa.

Derivadas de empreendimentos por oportunidade, as *startups* possuem diversas características capazes de diferenciá-las dos demais empreendimentos, no entanto, inexistente consenso doutrinário em relação ao conceito de *startup* e quanto às características que devem estar presentes para sua configuração, o que dificulta a identificação desses empreendimentos no mercado.

O marco legal das *startups* apresentou, de forma secundária, algumas características consideradas pelo legislador como essenciais para sua configuração, a fim de dar acesso a esses empreendimentos a certas vantagens, principalmente relacionadas à criação e extinção facilitadas. Apesar do esforço no sentido de contribuir para o ambiente das *startups*, percebe-se que a lei é insuficiente para reduzir a mortalidade dos empreendimentos em questão.

Dentre as principais causas de fracasso das *startups*, estão a solução de problemas que não interessam à população e a falta de recursos para continuar desenvolvendo os produtos ou serviços oferecidos.

O primeiro problema pode ser facilmente solucionado por meio de auxílio oferecido por terceiros, principalmente em se tratando de incubadoras e aceleradoras, que criam o ambiente ideal para evolução das *startups*. Portanto, é imprescindível incentivar a criação destes polos tecnológicos, principalmente nos ambientes em que a busca por conhecimento pode ser tipicamente encontrada, como universidades e centros de ensino.

O segundo problema, a falta de recursos para iniciar ou manter a evolução da *startup*, está diretamente conectado à imprevisibilidade e aos riscos que pairam sobre o empreendimento. No entanto, é preciso observar que existem diversos mecanismos capazes de minimizar o risco em questão e que foram devidamente abordados ao longo do texto. O desconhecimento da população e dos empreendedores em relação aos mecanismos capazes de amenizar tais riscos, contribui para o insucesso do negócio.

Neste momento, importante afirmar novamente que, como apresentado na introdução, o presente livro se preocupa em compreender a vulnerabilidade em que as *startups* estão inseridas e demonstra os principais mecanismos que podem ser utilizados pelas próprias *startups* para diminuir ou minimizar os riscos ante os investidores. Superada a análise da vulnerabilidade das startups, passa-se à análise do segundo ponto. É possível afirmar que existem diversos mecanismos capazes de reduzir os riscos inerentes às *startups* e eles foram, ao longo do texto, minuciosamente explicados.

A este respeito, é preciso observar que não há um instrumento capaz de fazer desaparecer os riscos inerentes às *startups*, porém, os mecanismos existentes, se bem utilizados, podem reduzir tais riscos significativamente. Assim, o investimento em *startups* se torna uma opção atrativa para investidores, que receberão lucros consideráveis pelo sucesso do empreendimento, e benéfico aos empreendedores, haja vista terem acesso aos valores necessários para a iniciação ou continuidade das atividades.

Neste mesmo sentido, é preciso citar que existem contratos à disposição de investidor e *startup* que podem facilitar a efetivação do investimento e abrir novas possibilidades para ambos. Além do mais, torna-se mais fácil adequar a real vontade das partes por meio dos instrumentos, que poderão ser moldados aos caprichos e vontades das partes.

Ao observar a regra dos investimentos, percebe-se que a lucratividade se apresenta proporcional ao risco, ou seja, quanto maior o risco maior a lucratividade, sendo o inverso também verdadeiro.

Assim, é preciso ponderar a expectativa de lucro com base nos riscos que serão assumidos, haja vista sempre existir risco nas transações, ainda que mínimos.

REFERÊNCIAS

ABREU, Paulo R. M.; CAMPOS, Newton M.. **O PANORAMA DAS ACELERADORAS DE STARTUPS NO BRASIL**. USA: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2016.

ABSTARTUPS e ACCENTURE. **O momento da startup brasileira e o futuro do ecossistema de inovação**. 2017. Disponível em: <https://abstartups.com.br/radiografia-do-ecossistema/>. Acesso em: 24 fev. 2021.

ABSTARTUPS. **Fases De Uma Startup: Saiba Tudo Sobre Cada Etapa**. 2019. Disponível em: <https://abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/>. Acesso em: 03 jul. 2021.

ABSTARTUPS. **Mapeamento de comunidades**. 2020. Disponível em: <https://abstartups.com.br/mapeamento-de-comunidades/>. Acesso em: 26 fev. 2021.

ABSTARTUPS. **O que é bootstrapping e como fazer**. 2017. Disponível em: <https://abstartups.com.br/o-que-e-bootstrapping-e-como-fazer/>. Acesso em: 23 abr. 2021.

ALBUQUERQUE, Flávia. Sobrevivência das pequenas e microempresas nos dois primeiros anos chega a 76%. 2013. **Empresa Brasil de Comunicação**. Disponível em: <https://memoria.ebc.com.br/noticias/economia/2013/07/sobrevivencia-das-pequenas-e-microempresas-nos-dois-primeiros-anos-chega-a>. Acesso em: 02 set. 2021.

ALFREDO, Luiz. Empreendedorismo: origem e desafios para o Brasil do século XXI. **Administradores.com**. 23 ago. 2009. Disponível em: <https://administradores.com.br/artigos/empreendedorismo-origem-e-desafios-para-o-brasil-do-seculo-xxi>. Acesso em: 23 jan. 2021.

ALVES, A; FILIZZOLA, G.; JUNQUEIRA, G. Capital Empreendedor: Recursos para inovação e expansão. (2015). São Paulo: **Inseed Investimentos**. Acesso em: 06 ago. 2021.

ANJOS DO BRASIL. **Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais: Modelo de Memorando de Entendimento** (Term Sheet). 2016. Disponível em: https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/anjos_do_brasil_-_modelo_de_term_sheet.pdf. Acesso em: 04 out. 2021.

ARAGÃO, Ronara. Afinal, inovação e invenção são a mesma coisa?. **SENAI**. Disponível em: <https://www.senai-ce.org.br/blog/afinal-inovacao-e-invencao-sao-a-mesma-coisa/#:~:text=Inven%C3%A7%C3%A3o%20tem%20a%20proposta%20de,pelo%20mercado%20e%20gere%20neg%C3%B3cio>. Acesso em: 15 jan. 2021.

ARRUDA, Carlos; NOGUEIRA, Vanessa. CAUSAS DA MORTALIDADE DAS STARTUPS BRASILEIRAS: Como aumentar as chances de sobrevivência no mercado. 2014. Núcleo de Inovação e Empreendedorismo. **Fundação Dom Cabral**. Disponível em: <http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Artigos%20FDC/Artigos%20DOM%2025/Causas%20da%20mortalidade%20das%20startups%20brasileiras.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2021.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Estatuto Social**. São Paulo, s.a.. Disponível em: https://trello-attachments.s3.amazonaws.com/577a6ebb68b58e244f133acd/579621bda0b8a30e360cf43b/31f0750b8664e26bea381901c73447ab/Estatuto_Social_-_Novo.pdf. Acesso em: 20 fev. 2021.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES. **Mapeamento dos Mecanismos**

de Geração de Empreendimentos Inovadores no Brasil. 2019a. Disponível em: <https://informativo.anprotec.org.br/mapeamento-dos-mecanismos-de-geracao-de-empreendimentos-inovadores>. Acesso em: 07 abr. 2021.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMIENTOS INOVADORES. **Perguntas Frequentes.** 2019b. Disponível em: <https://anprotec.org.br/site/sobre/incubadoras-e-parques/perguntas-frequentes/>. Acesso em: 07 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório De Economia Bancária.** 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 09 jul. 2021.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. **EL MISSING MIDDLE Y LOS BANCOS.** Séptima encuesta a bancos en América Latina y el Caribe. 2014. Disponível em: <https://felaban.s3-us-west-2.amazonaws.com/noticias/archivo20141121151053PM.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2021.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Livro II. Do Direito de Empresa.** In: PELUSO, Cezar. Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência. 14 ed. Barueri: Editora Manole, 2020. Acesso em: 08 mar. 2021.

BBC NEWS. **Coronavírus: os negócios globais que conseguiram crescer durante a pandemia.** 2020. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-52671200>. Acesso em: 26 fev. 2021.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing.** SSRN, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1578175. Acesso em: 30 abr. 2021.

BIBEKANANDA, Panda; JOY, Sara. Intellectual Property Rights-based Debt Financing to Startups: Need for a Changing Role of Indian Banks. *VIKALPA*, volume 46, edição 3, p. 143–152 2021. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/02560909211041817>. Acesso em: 04 nov. 2021.

BICUDO, Lucas. O que é uma Startup? 2016. **StartSe**. Disponível em: <https://www.startse.com/noticia/startups/afinal-o-que-e-uma-startup>. Acesso em: 25 set. 2021.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **STARTUP: Manual do Empreendedor: O Guia Passo a Passo para Construir uma Grande Empresa**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014, p. 19.

BONINI, Stefano; CAPIZZI, Vincenzo; VALLETTA, Mario; e ZOCCHI, Paola. Angel Network Affiliation and Business Angels' Investment Practices. Disponível em: <https://posidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=0551-11099081019085106117-261120300-870630400630-4505705000510-70661210251121220-981130310310610970430391260230220681091260671240190490540-660260451016121104-0730990-6611909-61221020060270251-01&EXT=pd-f&I-ND-EX=TRUE>. Acesso em: 23 jun. 2021.

BOSMA, Niels; HILL, Stephen; IONESCU-SOMERS, Aileen; KELLEY, Donna; LEVIE, Jonathan; TARNAWA, Anna. **Global Entrepreneurship Monitor: 2019/2020 Global Report**. 2020.

BOWER, Joseph L.; CHRISTENSEN, Clayton M.. Disruptive Technologies: Catching the Wave. **Harvard Business Review**, v. 73, n. 1, January–February, 1995, p. 43–53.

BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Law**. *Columbia Business Law Review*, v. 2012, p. 1-150. Disponível em: <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>. Acesso em: 30 abr. 2021.

BRÁS, Gonçalo. O empreendedorismo e suas determinantes: oportunidade ou necessidade?. **Gestão e Desenvolvimento**, n. 21, p. 101-121, 1 jan. 2013. Disponível em: <https://revistas.ucp.pt/index.php/gestaoedesenvolvimento/article/view/243>. Acesso em: 20 jan. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007**. Regula o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários - IOF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/decreto/d6306.htm. Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006**. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 1o de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Brasília, DF: Presidência da República, [2019]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm. Acesso em: 10 jan. 2021.

BRASIL. **Lei complementar nº 128, de 19 de dezembro de 2008**. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, altera as Leis nos 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, 8.029, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2021]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp128.htm. Acesso em: 10 jan. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021**. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília, DF: Presidência

da República, [2021a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 20 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2021]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 05 mar. 2021.

BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis nºs 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei nº 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis nºs 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos nºs 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei nºs 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis nºs 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de

1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei nºs 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2021b]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004. Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2021]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.973.htm. Acesso em: 24 mar. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, [2021]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 08 mar. 2021.

BRASIL. Medida provisória nº 1.085, de 27 de dezembro de 2021. Dispõe sobre o Sistema Eletrônico dos Registros Públicos - SERP, de que trata o art. 37 da Lei nº 11.977, de 7 de julho de 2009, e altera a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, a Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, a Lei nº 6.766, de 19 de dezembro de 1979, a Lei nº 8.935, de 18 de novembro de 1994, a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, a Lei nº 11.977, de 2009, a Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, e a Lei nº 13.465, de 11 de julho de 2017. Brasília, DF: Presidência da República, [2021c]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Mpv/mpv1085.htm. Acesso em: 24 fev. 2022.

CAMBRIDGE DICTIONARY. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/>. Acesso em: 28 abr. 2021.

CAMBRIDGE DICTIONARY. Entrepreneur. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/frances-ingles/entrepreneur>. Acesso em: 06 jan. 2021.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por startups**. São Paulo: Almedina Brasil, 2020.

CBINSIGHTS. **368 Startup Failure Post-Mortems**. 2021. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-post-mortem/>. Acesso em: 01 mar. 2021.

CBINSIGHTS. **The Top 20 Reasons Startups Fail**. 2019. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Acesso em: 01 mar. 2021.

CHIAVENATO, Idalberto. **Empreendedorismo: dando asas ao espírito empreendedor: empreendedorismo e viabilidade de novas empresas: um guia eficiente para iniciar e tocar seu próprio negócio**. 2 ed. rev. e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2007.

CIDADE DE SÃO PAULO. **O que é uma Incubadora de Empresas?**. 28/02/2012. Disponível em: <https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/desenvolvimento/empreendedorismo/incubadora/index.php?p=38440>. Acesso em: 29 mar. 2021.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **CROWDFUNDING: natureza e regime jurídico**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018.

COELHO, Giulliano Tozzi. **A Utilização de Títulos de Dívida Conversíveis para o Investimento Anjo em Startups no Brasil: risco e segurança jurídica do investidor**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2018.

COLOMBO, Massimo G.; LUUKKONEN, Terttu; MUSTAR, Philippe; WRIGHT, Mike. Venture capital and high-tech start-ups (2010). **Venture Capital**, vol. 12, nº 4, october 2010, p. 261 – 266.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **DELIBERAÇÃO CVM Nº 728, DE 27 DE NOVEMBRO DE 2014.** 2014. Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos nº 06 referente aos Pronunciamentos CPC 04, CPC 05, CPC 10, CPC 15, CPC 22, CPC 25, CPC 26, CPC 27, CPC 28, CPC 33, CPC 38, CPC 39 e CPC 46 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0700/deli728.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **INSTRUÇÃO CVM Nº 578, DE 30 DE AGOSTO DE 2016, COM AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nº 589/17, 604/18, 609/19 E 615/19.** 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 10 maio 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, com as alterações introduzidas pela instrução CVM nº 609/19.** Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013. 2017. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 07 maio 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014, COM AS**

ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nº 563/15, 564/15, 572/15, 582/16, 587/17, 604/18, 605/19, 606/19, 609/19, 615/19 E RESOLUÇÃO CVM Nº 3/20. 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 10 maio 2021.

CORRÁ, Daniel. Número de novos microempreendedores individuais bate recorde no Brasil em 2020. **CNN Brasil**, 06 jan. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/01/06/numero-de-novos-microempreendedores-individuais-bate-recorde-em-2020>. Acesso em: 03 mar. 2021.

COSTA, Achyles Barcelos da. O desenvolvimento econômico na visão de Joseph Schumpeter. **Cadernos IHU Idéias**. Ano 4 - nº 47 – 2006. Acesso em: 27 out. 2021.

COSTA JUNIOR, João Florêncio da; CABRAL, Eric Lucas dos Santos; CASTRO, Wilkson Ricardo Silva; FLORENTINO, Davidson Rogério de Medeiros; SOUZA, Renêr Ribeiro Taveira de; MENDES, Francisco de Cássio de Oliveira; REZENDE, Júlio Francisco Dantas de. A Study on the Internationalization Barriers to Incubated Companies: Defining the Constructs to Develop an Effective Research Instrument. **European Journal of Scientific Research**, vol. 152 Nº 3, April, 2019, p. 334-359. Acesso em: 25 set. 2021.

CRUZ, Carlos Fernando. **Os motivos que dificultam a ação empreendedora conforme o ciclo de vida das organizações. Um estudo de caso: Pramp's lanchonete.** 2005. Dissertação (Mestrado em engenharia de produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005.

CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. 2003. **Journal of Banking & Finance**, vol. 27, nº. 3, p. 511-548.

DAMODARAN, Aswath. Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. 2009. **Stern School of Business**, New York University. Acesso em: 04 out. 2021.

DEGEN, Ronald Jean. **O empreendedor: empreender como opção de carreira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

DELVY. CLÁUSULA PAY TO PLAY EN ACUERDOS DE INVERSIÓN. **DELVY**. Disponível em: <https://delvy.es/clausula-pay-to-play-acuerdos-inversion/>. Acesso em: 28 jun. 2021.

DOMÍNGUEZ, Cristian Galván. LAS CLÁUSULAS DRAG ALONG Y TAG ALONG. 2019. Facultad de Derecho - Universidad de La Laguna. Disponível em: <https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/16415/Las%20clausulas%20drag%20along%20y%20tag%20along..pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 13 set. 2021.

DORNELAS, José. **Empreendedorismo, transformando ideias em negócios. 7ª Edição**. São Paulo: Editora Empreende, 2018.

ENGELMAN, Raquel; FRACASSO, Edi Madalena. Contribuição das incubadoras tecnológicas na internacionalização das empresas incubadas. **Revista de Administração**, v. 48, n. 1, p. 165–178, 2013.

ESTADÃO. Bolha da internet: entenda o que motivou a bolha ponto com nos anos 2000 e as lições que ficaram. 2021. **WARREN BLOG**. Disponível em: <https://warren.com.br/blog/bolha-da-internet/>. Acesso em: 10 nov. 2021.

FAZION, Cintia Bincoletto; SANTOS, Adriana B. A.; MEROE, Giuliano P. S de. INOVAÇÃO: UM ESTUDO SOBRE A EVOLUÇÃO DO CONCEITO DE SCHUMPETER. **Cadernos de Administração (PUCCAMP)**, v. 5, p. 1-16, 2011.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. **Venture Deals: be smarter than your lawyer and venture capitalist**. New Jersey, 2013.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A natureza jurídica das incubadoras e aceleradoras e suas relações contratuais com as startups**. In: SOUZA, Roney José Lemos Rodrigues de; GIBRAN, Sandro Mansur (coord). Cidadania e desenvolvimento sustentável: o papel dos atores sociais no Estado Democrático de Direito. Florianópolis: CONPEDI, 2016. p. 27 – 47.

FONSECA, Maurício Leopoldino da. **Estrutura jurídica da empresa de inovação**. In: FONSECA, Maurício Leopoldino da; NOGUEIRA, Fernanda Araújo Couto e Melo; PIMENTA, Eduardo Goulart (Org). Legal Talks - Startups à luz do direito brasileiro. 2 ed. Belo Horizonte: Editora Expert, 2020. Cap. 1. p. 21 – 39.

GANTOIS, Simone Menezes. O contrato de vesting e sua aplicação em inovação no direito brasileiro. **REVISTA ELECTRÓNICA DE DIREITO**, Porto (Portugal), n. 02, v. 25, p. 112 - 130, jul. 2021. Disponível em: https://cije.up.pt/client/files/0000000001/5-simone-gantois_1739.pdf. Acesso em: 27 ago. 2021.

GARCÍA, Felipe. LOS DERECHOS DE DRAG Y TAG-ALONG. In: Felipe García. **Círculo Legal**. Madri, 17 jun. 2013. Disponível em: <https://felipegarciahernandez.com/blog/los-derechos-de-drag-y-tag-along/>. Acesso em: 01 nov. 2021.

GITAHY, Yuri. O que é uma startup? In: **EXAME**. Pequena e Média Empresa. [S.l.], 3 fev. 2016. Disponível em: <https://exame.com/pme/o-que-e-uma-startup/>. Acesso em: 15 fev. 2021.

GRAHAM, Paul. **Startup=growth**. In: GRAHAM, Paul. Growth. [S.l.], set. 2012. Disponível em: <http://www.paulgraham.com/growth.html>. Acesso em: 15 fev. 2021.

GUILARTE, Juan Sanchez-Calero. Clausula estatutaria de arrastre (drag along). *In*: Juan Sanchez-Calero Guilarte. **Juan Sanchez-Calero Guilarte Blog**. Madri, 23 jan. 2018. Disponível em: <http://jsanchezcalero.com/clausula-estatutaria-arrastre-drag-along/>. Acesso em: 01 nov. 2021.

HALCÓN, Javier Rodríguez. **Instrumentos y Mecanismos de Financiación para Startups**. Universidad de Sevilla. Sevilla, 2015. Acesso em: 24 jul. 2021.

HARPER-ANDERSON, Elsie; LEWIS, David A.; MOLNAR, Lawrence A.. **Incubating Success. Incubation Best Practices That Lead to Successful New Ventures**. 2011. Institute for Research on Labor, Employment, and the Economy, University of Michigan. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/275583446_Incubating_Success_Incubation_Best_Practices_that_Lead_to_Successful_New_Ventures. Acesso em: 31 mar. 2021.

HISRICH, Robert D.; PETERS, Michael P.; SHEPERD, Dean A. **Empreendedorismo**. Tradução Francisco Araújo da Costa. 9ª ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2014.

HODER, Frank; WAGNER, Michael; SGUERRA, Juliana; BERTOL, Gabriela. **REVOLUÇÃO FINTECH: como as inovações digitais estão impulsionando o financiamento às MPME na América Latina e Caribe**. São Paulo: Oliver Wyman, 2016. Disponível em: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2016/dec/A-REVOLU%c3%87%c3%83O-FINTECH-FINAL-PORTUGUESE.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2021.

INSPER. **O que é inovação? O que a diferencia de uma invenção?**. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/noticias/inovacao-e-invencao/>. Acesso em: 15 jan. 2021.

IZEPÃO, Rosalina Lima; BRITO, Elohá Cabreira; BERGOCE, Janaína. O indivíduo na economia neoclássica, comportamental e institucional: da passividade à ação. **Leituras de Economia Política**, Campinas, (31), p. 55-74, jul./dez. 2020.

JEHNIFFER, Jaíne. **Risco não sistêmico: o que é, como funciona e diferença entre sistêmico**. Disponível em: <https://investidorsardinha.r7.com/aprender/risco-nao-sistemico/>. Acesso em: 26 jun. 2021.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erick Fontenele. NATUREZA JURÍDICA DO VESTING: como uma tradução errada pode acabar com o futuro tributário e trabalhista de uma startup. In: **DIREITO DAS STARTUPS**. JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erick Fontenele (cord.). Curitiba: Juruá Editora, 2015, p. 39 - 50.

LERNER, Josh. Corporate Venturing. **Harvard Business Review**, 2013. Disponível em: <https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>. Acesso em: 11 jun. 2021.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette; SOKOLINSKI, Stanislav; WILSON, Karen. **The Globalization of Angel Investments: evidence across countries**. Cambridge: Harvard Business School, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2706546. Acesso em: 25 jun. 2021.

LONGHI, Fúlvio. A história da revolução das startups. **IMasters**. 3 mar. 2011. Disponível em: <https://imasters.com.br/carreira-dev/a-historia-da-revolucao-das-startups>. Acesso em: 12 fev. 2021.

LOPES, Iago Franca; BEUREN, Ilse Maria; THEISS, Viviane. Percepção de Gestores de Fundos de Investimentos Sobre o Sistema de Controle Gerencial de Empresas Startups Investidas. **Revista Alcance**. 2021. Vol. 28 – n. 1 – jan./abr., p. 33-51. Disponível em: <https://www.re-dalyc.org/jatsRepo/4777/477765948006/477765948006.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

MACHADO, Raphael Boechat Alves. Regulação Jurídica Das Relações Entre Sócios. In: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (orgs.). **Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro**. Porto Alegre: Editora Fi, 2017, p. 133 - 142.

MAIS RETORNO. **Flipar – Flipagem**. 2020a. Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/F/flipar-flipagem>. Acesso em: 24 maio 2021.

MAIS RETORNO. **IPO – Oferta Pública Inicial**. 2020b. Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/i/ipo-oferta-publica-inicial>. Acesso em: 24 maio 2021.

MALMSTROM, Malin. Typologies of bootstrap financing behavior in small ventures. 2014. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 16:1, p. 27-50.

MARTINEZ, José Roberto. O que é Cliff e Vesting e como aplicar na sua Startup. NDM Advogados. 2020. Disponível em: https://ndmadogados.com.br/artigos/o-que-e-cliff-e-vesting-e-como-aplicar-na-sua-startup?gclid=CjwKCAjwmqKJBhAWEiwAMvGt6Etizyv4gTcu_vgzQHlBqGFULuGXppgzqAglvbEwfUF6h94o3RDeIBoCaJIQAvD_BwE. Acesso em: 27 ago. 2021.

MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÃO (Brasil). **Portaria nº 721, de 10 de outubro de 2012**. Institui o Programa de Aceleração de Empresas de Software e Serviços de Tecnologias da Informação - Start-Up Brasil. Brasília: Lex Magister, 2012. Disponível em: http://www.lex.com.br/legis_23866379_PORTARIA_N_721_DE_10_DE_OUTUBRO_DE_2012.aspx. Acesso em: 31 mar. 2021.

MOCELIN, Daniel Gustavo; AZAMBUJA, Lucas Rodrigues. Empreendedorismo intensivo em conhecimento: elementos para uma agenda de pesquisas sobre a ação empreendedora no Brasil. 2017.

Sociologias, Porto Alegre, ano 19, nº 46, set/dez 2017, p. 30-75. Acesso em: 01 nov. 2021.

MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: an exploratory study. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2013.

MOTA, Pedro Lula. Schumpeter: inovação, destruição criadora e desenvolvimento. 2016. **Terraço Econômico**. Disponível em: <https://terracoeconomico.com.br/schumpeter-inovacao-destruicao-criadora-e-desenvolvimento/>. Acesso em: 18 out. 2021.

NASSIF, Vânia Maria Jorge; CORRÊA, Victor Silva; ROSSETTO, Dennys Eduardo. Estão os empreendedores e as pequenas empresas preparadas para as adversidades contextuais? Uma Reflexão À Luz Da Pandemia Do Covid-19. **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, v.9, n.2, 2020. Disponível em: <https://www.regepe.org.br/regepe/article/view/1880/pdf>. Acesso em: 06 out. 2021.

NUNES, Paulo J. C. Ensaio sobre a polêmica vantagem do investidor-anjo advinda da LC 155/2016. **Portal de Periódicos Unisul**, v. 10, n. 20, jan-jun, 2020. Disponível em: http://www.portaldeperiodicos.unisul.br/index.php/U_Fato_Direito/issue/view/342. Acesso em: 18. set. 2021.

NYBO, Erik Fontenele. **Como funciona e o que é um contrato de vesting**. STARTUPI. 2016. Disponível em: <https://startupi.com.br/2016/09/como-funciona-e-o-que-e-um-contrato-de-vesting/>. Acesso em: 18/08/2021.

OLIVEIRA, Fabrício Vasconcelos de; RAMALHO, Amanda Maia. O contrato de vesting. **Revista Faculdade de Direito da UFMG**, Belo Horizonte, n. 69, p. 183 - 200, jul./dez. 2016. Disponível em: <https://revista.direito.ufmg.br/index.php/revista/article/view/1786>. Acesso em: 18 ago. 2021.

ORGANIZAÇÃO DA NAÇÕES UNIDAS. **Agenda 2030**. Nova York: ONU, 2015. Disponível em: <http://www.agenda2030.com.br/>. Acesso em: 22 jan. 2021.

PAUWELS, Charlotte; CLARYSSE, Bart; WRIGHT, Mike; HOVE, Jonas Van. Understanding a new generation incubation model: The accelerator. 2015. **Technovation**. Acesso em: 20 jul. 2021.

PAVANELLO, Ricardo. O PAPEL DAS STARTUPS. 2019. **Revista da Sociedade de Cardiologia do Estado de São Paulo**, 2019, 29(4):365-7. Disponível em: <https://pesquisa.bvsalud.org/portal/resource/pt/biblio-1047219>. Acesso em: 27 set. 2021.

PELUSO, Cezar (coord.). **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência**. São Paulo: Manole, 15a ed. Revisada e atualizada. 2021.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **IAP-PR Instituto dos Advogados do Paraná**: Mesa Redonda “O Marco legal das startups e do empreendedorismo inovador”. YouTube, 18 de maio de 2021. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=TSAG5SZg0m8&t=5795s&ab_channel=IAP-PRInstitutosdosAdvogadosdoParan%C3%A1. Acesso em: 24 set. 2021.

PIMENTA, Eduardo Goulart; BASTOS, Luciana de Castro. **STARTUPS E CAPITAL: instrumentos jurídicos de regulação dos investimentos financeiros em atividades empresariais**. In: FONSECA, Maurício Leopoldina da; NOGUEIRA, Fernanda Araújo Couto e Melo; PIMENTA, Eduardo Goulart (Org). Legal Talks - Startups à luz do direito brasileiro. 2 ed. Belo Horizonte: Editora Expert, 2020. Cap. 3, p. 70 – 90.

PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA, Henrique Avelino. **Direito, Inovação e Tecnologia**. Belo Horizonte: Expert, 2020.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8. ed. São Paulo: Pearson, 2014

PIRES, Jorge Guerra. Alguns Insights em Startups: Um Novo Paradigma para a Tríplice Aliança Ciência, Tecnologia e Inovação. **Revista Eletrônica Gestão & Saúde**, vol. 11, n. 01. Brasília, 2020. Disponível em <https://periodicos.unb.br/index.php/rgs/article/view/28626/25181>. Acesso em 13/abr./2020.

RAMOS, Pedro H.; PERRONI, Diogo; LUZ, Felipe Baptista. **A REGULÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO NO BRASIL: comentários e perspectivas a respeito da Lei Complementar 155/2016 (2017)**. Disponível em: <http://en.baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Texto-Completo-Regulac%CC%A7a%CC%83o-do-Investimento-Anjo.pdf>. Acesso em: 05 jul. 2021.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. 14. ed. São Paulo: Almedina, 2018.

REYNOLDS, Paul D.; CAMP S. Michael; BYGRAVE, William D.; AUTIO, Erkkö; HAY, Michael. **Global Entrepreneurship Monitor: 2001 Executive Report**. 2001.

RIBEIRO, Artur Tavares Vilas Boas; PLONSKI, Guilherme Ary; ORTEGA, Luciane Meneguim. Um fim, dois meios: aceleradoras e incubadoras no Brasil. **ALTEC: XVI CONGRESSO LATINO-IBEROAMERICANO DE GESTÃO DA TECNOLOGIA**. Porto Alegre, 2015.

RIES, Eric. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

SEGALLA, Alan Victor Zorzi; FERNANDES, Henry William; DOMINGUES, João Augusto Ribeiro; KOGA, Marcos Haruo; SIQUEIRA, Natan Santos. **STARTUPS: QUAL O CAMINHO PARA O SUCESSO?**. **Revista Acadêmica de Tecnologias em Educação**, edição especial.

Disponível em: <https://periodicos.unimesvirtual.com.br/index.php/tecnologias-em-edu/article/view/1147/948>. Acesso em: 03 nov. 2021.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **TEORIA DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. Tradução de Maria Sílvia Possas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997.

SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. 2010. **Handbook of Entrepreneurial Finance**, Oxford University Press. Acesso em: 05 out. 2021.

SEBRAE. **INOVAÇÃO: o que é uma empresa startup?**. Brasília. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/O+que+%c3%a9+uma+empresa+startup.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2021.

SEBRAE. **PEQUENOS NEGÓCIOS EM NÚMEROS: Conheça os principais números sobre a participação dos pequenos negócios nas economias brasileira e paulista**. Brasília. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD>. Acesso em: 13 out. 2021.

SEIXAS, Marcus. Entenda melhor cláusulas como lock up, first offer e first refusal. **Susart, Studart, Seixas**. Disponível em: <https://3s.adv.br/startups/entenda-melhor-clausulas-como-lock-up-first-offer-e-first-refusal/>. Acesso em: 01 nov. 2021.

SOFTEX. **A SOFTEX**. Disponível em: <https://softex.br/a-softex/>. Acesso em: 26 out. 2021.

START-UP BRASIL. **O Programa**. Disponível em: https://www.startupbrasil.org.br/sobre_programa/. Acesso em: 31 mar. 2021.

SCHMIDT, Maximilian; BOCK, Carolin. **Should I Stay, or should I Go? How Fund Dynamics Influence Venture Capital Exit Decisions.** 2012. Acesso em: 20 set. 2021.

TAKADA, Thalles Alexandre. STARTUPS - CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM QUOTAS SOCIAIS. Revista de Direito Empresarial. Vol. 19 (2016): out. 2016. p. 151 - 159.

TALANS, Loveley; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. Comportamento do preço das ações em virtude da expiração do período de *lock-up* em IPOs e *follow-nos*. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, v. 32, n. 86, p. 331-344, maio/ago. 2021.

THE ECONOMIST. **Entrepreneurs anonymous.** 2014a. Disponível em: <https://www.economist.com/business/2014/09/20/entrepreneurs-anonymous>. Acesso em: 26 abr. 2021.

THE ECONOMIST. **The cost of investing in alternative assets is falling — slowly.** 2014b. Disponível em: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2014/02/08/down-to-14-and-17>. Acesso em: 19 out. 2021.

THIEL, Peter. **De zero a um: o que aprender sobre empreendedorismo com o vale do silício.** Cidade: Objetiva. 2014.

VALDEZ, M. E., Doktor, R. H., Singer, A. E., & Dana, L.-P. (2011). Impact of tolerance for uncertainty upon opportunity and necessity entrepreneurship. **Human Systems Management**, 30(3), 145-153.

VALENTE, Larissa Peixoto. Investidor Anjo: análise do regime jurídico empresarial e tributário. 2019. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**. Ano 27, vol. 140, p. 127 - 153, 2019.

VARGAS, Aurora Campins. Articulación contractual y régimen jurídico de los pactos de acompañamiento (cláusulas de tag along). 2016. Revista de Derecho de Sociedades, nº 48, 2016, pág. 65 - 98.

WILSON, Karen E. Policy Lessons from Financing Innovative Firms. **OECD Science, Technology and Industry Policy Papers**, n°. 24, OECD Publishing, Paris. Disponível em: https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/policy-lessons-from-financing-innovative-firms_5js03z8zrh9p-en. Acesso em: 09 jul. 2021.

YE, Qian. Bootstrapping and new-born startups performance: the role of founding team human capital. 2017. **Global Journal of Entrepreneurship**, volume 1, number 2, 2017.

ZANITELLI, Leandro Martins. A reciprocidade nos contratos: uma análise expressivista. **Revista Direito GV**. v. 7 n. 1 (2011): jan.-jun. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdireitogv/article/view/24068>. Acesso em: 20 set. 2021.