



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)

Faculdade de Direito (FD)

Curso de Graduação de Direito

PEDRO PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA

**A relação entre o financiamento de startups por fundos de Venture Capital
e a concentração econômica nos mercados digitais:
um problema para a defesa da concorrência?**

Brasília

2021



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)

Faculdade de Direito (FD)

Curso de Graduação de Direito

**A relação entre o financiamento de startups por fundos de Venture Capital
e a concentração econômica nos mercados digitais:
um problema para a defesa da concorrência?**

Autor: Pedro Pinto Costa Bittencourt Barbosa

Orientadora: Profa. Dra. Amanda Athayde Linhares Martins Rivera

Monografia apresentada à Banca Examinadora,
na Faculdade de Direito da Universidade de
Brasília, como requisito parcial à obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Brasília, 5 de novembro de 2021.

FOLHA DE APROVAÇÃO

PEDRO PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA

A relação entre o financiamento de startups por fundos de Venture Capital e a concentração econômica nos mercados digitais: um problema para a defesa da concorrência?

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel, no Programa de Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

Aprovada em: 5 de novembro de 2021.

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Amanda Athayde Linhares Martins Rivera
(Orientadora – Presidente)

Professora Doutora Beatriz Kira
(Membro Avaliadora)

Professor Mestre Levi Borges de Oliveira Veríssimo
(Membro Avaliador)

AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho significa muita coisa. É o fechamento de um ciclo único em minha vida, marcado por inúmeras mudanças de pensamento e de comportamento, pelo início da vida adulta e profissional, por tantas pessoas incríveis que conheci e oportunidades que se apresentaram. Resumir toda a gratidão que estou sentindo ao final dessa jornada em poucas páginas é uma tarefa difícil, mas é o mínimo que posso fazer por vocês.

Aos meus avôs Vani e Ig e às minhas avós Zeth e Josy, por terem trilhado caminhos infinitamente mais difíceis que o meu, sempre colocando os filhos e os netos em primeiro lugar. Os sonhos que meus pais realizaram e seguem realizando e as muitas oportunidades e privilégios que tenho hoje se devem aos inúmeros sacrifícios que vocês fizeram.

Aos meus pais André e Maria José, pela educação tão valiosa que me deram. Sempre que me elogiam por qualquer motivo, lembro de vocês. As lições sobre amor, humildade, dedicação e esperança que vocês continuam a me proporcionar diariamente foram e são fundamentais para eu ser quem sou hoje. Meu maior desejo é que eu consiga passar adiante, para meus filhos, tanto quanto vocês me passaram. Vocês são tudo para mim e eu deveria dizer isso mais vezes.

Ao meu padrinho Dio e a minha madrinha Dida, pelo carinho e amor incomparáveis por tantos anos. Aquele ditado sobre o padrinho e madrinha serem os segundos pai e mãe é completamente verdadeiro, pois é exatamente esse o sentimento que aflora sempre que estamos juntos. Obrigado por comemorarem cada vitória comigo. Amo muito vocês, apesar de ser um afilhado um tanto quanto sumido às vezes.

Aos queridos “Furões da FD”, Gui, Bin, Est, Cris, Macs, Fefs, MV e Ju. Vocês foram a melhor companhia que eu poderia ter ao longo dessa jornada que se encerra. Nossas vitórias coletivas e individuais serviram de combustível para que eu alçasse voos cada vez mais audazes. Acredito que aquele provérbio “se quer ir rápido, vá sozinho; se quer ir longe, vá em grupo” nos descreve muito bem. Juntos, ramos, choramos e, principalmente, sorrimos muito. Espero que nunca nos separemos.

Aos meus futuros sócios e sócias, em especial, Alberto Malta, Ana Vogado, Davi Ory, Júlia Scartezini, Natalie Alves e Maria Clara Vilasboas, pela confiança e amizade ao longo da segunda metade de 2020 e de todo o ano de 2021. Os tempos difíceis se tornam mais fáceis diante da expectativa de um futuro brilhante que vocês me proporcionam. O cuidado que temos com tudo que fazemos é inigualável. Mesmo nos momentos mais árduos, soubemos contornar

nossas dores e entregar o melhor de nós em benefício daqueles que nos procuram em momentos sensíveis ou buscam nosso aconselhamento em decisões tão importantes. Que consigamos seguir desempenhando nosso papel na sociedade de maneira tão brilhante.

Aos meus queridos irmãos do bonde “Eu Vi Primeiro”. Vocês me receberam de braços abertos em Brasília e me proporcionaram momentos de extrema felicidade. Vocês me reconectaram com o sentimento de amizade verdadeira depois de tantas mudanças nessa vida (parei de contar na décima). A jornada exaustiva na faculdade acabou contribuindo para que eu me distanciasse um pouco de vocês, alguns de nós se mudaram (de novo), mas nossos encontros, ainda que tão sazonais, são muito importantes para mim. Espero que daqui para frente estejamos juntos em mais oportunidades.

Um abraço carinhoso para os queridos Caio Borges, Elisa Morais e Maria Clara Vilasboas, pelas palavras de conforto e de motivação na reta final do trabalho e pela atenção com minhas dúvidas sobre os procedimentos burocráticos (e necessários) da universidade. Sem vocês, este trabalho não teria sido entregue em 2021.

Um agradecimento especial à minha orientadora, professora Amanda Athayde, pela compreensão, carinho e orientação ao longo da escrita deste trabalho, além de toda inspiração profissional e acadêmica que me proporcionou nos últimos anos.

Por fim, um agradecimento sincero a todos os servidores da Universidade de Brasília, cujo trabalho foi essencial para que eu pudesse desfrutar o melhor da universidade.

Até logo, UnB!

FICHA CATALOGRÁFICA

Pr	Pinto Costa Bittencourt Barbosa, Pedro A relação entre o financiamento de startups por fundos de Venture Capital e a concentração econômica nos mercados digitais: um problema para a defesa da concorrência? / Pedro Pinto Costa Bittencourt Barbosa; orientador Amanda Athayde Linhares Martins Rivera. -- Brasília, 2021. 111 p. Monografia (Graduação - Direito) -- Universidade de Brasília, 2021. 1. . I. Athayde Linhares Martins Rivera, Amanda, orient. II. Título.
----	--

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BARBOSA, Pedro Pinto Costa Bittencourt. **A relação entre o financiamento de startups por fundos de Venture Capital e a concentração econômica nos mercados digitais: um problema para a defesa da concorrência?** Monografia de Final de Curso (Graduação em Direito), Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, DF, 109f. 2021.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a investigar uma possível relação entre o mercado de financiamento de startups e a concentração econômica nos mercados digitais. Em um primeiro momento, busca-se identificar os agentes econômicos atuantes no mercado de financiamento de startups (quais sejam, o time fundador da startup, os gestores dos fundos de investimento em venture capital, os cotistas dos fundos, os funcionários detentores de opções de compra) e os interesses econômicos que orientam suas decisões. Ademais, investiga-se as diversas fases do processo de financiamento de startups até a execução de uma estratégia de saída dos investidores (*exit strategy*). Em um segundo momento, é realizado o cotejo entre as duas principais estratégias de saída perseguidas pelas startups, a abertura de capital (*initial public offering* – IPO) e a venda estratégica (*trade sale*), buscando identificar se atualmente as startups e os demais agentes econômicos do mercado de financiamento de startups têm mais incentivos para buscar a venda estratégica da empresa em detrimento da abertura de capital. Por fim, realiza-se breve análise sobre as teorias do dano que vêm sendo desenvolvidas para questionar a aquisição sistemática de startups por companhias que detêm posição dominante nos mercados digitais, fenômeno que vem sendo evidenciado em grandes volumes. As referidas teorias do dano são analisadas à luz das constatações sobre o mercado de financiamento de startups feitas nos capítulos 1 e 2, com o objetivo de questionar se o fenômeno possui efeitos benéficos que superam seus efeitos potencialmente anticompetitivos.

Palavras-chave: direito da concorrência; startups; *venture capital*; *corporate venture capital*; investidor-anjo; *killer acquisitions*; mercados digitais.

ABSTRACT

This paper aims to investigate a possible connection between the startup funding market and economic concentration in the digital markets. Firstly, we attempt to identify the economic agents in the startup funding market (those being the founder team, the venture capital fund managers and investors, employees with stock options) and the main incentives that guide their decisions. Furthermore, we investigate the different stages of the startup funding process up until the choice and execution of an exit strategy. Later, we compare the two main exit strategies historically pursued by startups, going public through an initial public offering (IPO) or getting bought through trade sale, with the goal of assessing whether startups and the other economic agents of the funding market have more incentives to pursue only the trade sale rather than the IPO route. Finally, we go on a brief analysis of the recent developed harm theories that question startup acquisitions by large companies with a dominant role in the digital markets. Those harm theories are studied in light of our findings about the startup funding market made in sections 1 and 2. Lastly, we question whether startup acquisitions may harm competitions more than it provides overall good impact.

Keywords: antitrust law; startups; *venture capital*; *corporate venture capital*; *angel investor*; *killer acquisitions*; digital markets.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	- Material elaborado pela gestora de fundos Correlation Ventures aos seus clientes e divulgado um ano depois pelo blog VC Adventure	9
Figura 2	- Categorias de captação de recursos por startups de acordo com o tipo de contrapartida esperada da startup após a alocação dos recursos	12
Figura 3	- Modalidades de captação de recursos por negociação de participação societária junto aos potenciais investidores	12
Figura 4	- Estágios do financiamento de startups	14
Figura 5	- Processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento	31
Figura 6	- Possível estrutura de investimentos em <i>venture capital</i>	33
Figura 7	- Objetivos alcançáveis apenas mediante a execução da estratégia de desinvestimento do fundo na startup	37
Figura 8	- Fases do processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento, com enfoque no objeto de estudo do trabalho	39
Figura 9	- Eventos de desinvestimento em empresas brasileiras financiadas com recursos de <i>venture capital</i> entre 2011 e 2019	44
Figura 10	- Custo médio da abertura de capital no Brasil e nos Estados Unidos	50
Figura 11	- Gráfico comparativo de eventos de desinvestimento em empresas estadunidenses financiadas com recursos de <i>venture capital</i>	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	- Quadro-resumo para comparação entre os modelos de limited partnership e de investimento por meio de FIPs brasileiros	28
Tabela 2	- Quadro-resumo para comparação entre os custos médios da abertura de capital no Brasil e nos Estados Unidos (valores em milhões de dólares)	51
Tabela 3	- Comparação entre as vantagens e desvantagens da execução de estratégia de saída pelas vias da oferta pública inicial de ações (IPO) e pela venda estratégica (trade sale)	60
Tabela 4	- Comparação das definições para o termo “killer acquisition”	78

SUMÁRIO

FICHA CATALOGRÁFICA

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

RESUMO

ABSTRACT

LISTA DE FIGURAS

LISTA DE TABELAS

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
I. PRESSUPOSTOS DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E OS INCENTIVOS POSTOS AOS AGENTES ECONÔMICOS PARTICIPANTES DESSE MERCADO	3
I.1. ASPECTOS GERAIS, DESENVOLVIMENTO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MODELO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS	6
I.2. EM BUSCA DE UMA DEFINIÇÃO PARA O CONCEITO DE STARTUPS: AS CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS DE UMA STARTUP E A CONCEITUAÇÃO LEGAL DAS STARTUPS NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	15
I.3. OS PARALELOS E AS DISTINÇÕES ENTRE O MODELO DE <i>LIMITED PARTNERSHIP</i> ESTADUNIDENSE E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIPS) BRASILEIROS: UMA BREVE ANÁLISE DOS PRINCIPAIS ASPECTOS DE AMBAS AS MODALIDADES DE INVESTIMENTO	21
I.4. BREVE ANÁLISE DO PERFIL E DOS INTERESSES DOS GESTORES DE FUNDOS DE <i>VENTURE CAPITAL</i> E SEUS COTISTAS: A LIQUIDAÇÃO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA COMO PRINCIPAL OBJETIVO DOS INVESTIDORES DO MERCADO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	29
I.5. A EXECUÇÃO DA ESTRATÉGIA DE SAÍDA DO FUNDO DE <i>VENTURE CAPITAL</i> COMO PRINCIPAL FASE DO PROCESSO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS	35
II. A RELAÇÃO ENTRE O MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR <i>VENTURE CAPITAL</i> E A CONCENTRAÇÃO ECONÔMICA NOS MERCADOS DIGITAIS	40
II.1. POR QUE AS STARTUPS QUEREM VENDER? – A VENDA ESTRATÉGICA (<i>TRADE SALE</i>) COMO MECANISMO DE DESINVESTIMENTO MAIS ALINHADO AOS INTERESSES DOS AGENTES ECONÔMICOS DO MERCADO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	40
II.2. A VENDA ESTRATÉGICA (<i>TRADE SALE</i>) COMO O MECANISMO DE DESINVESTIMENTO PREFERIDO PELO MERCADO DE <i>VENTURE CAPITAL</i> BRASILEIRO.	42

II.3. AS OBRIGAÇÕES LEGAIS E REGULATÓRIAS PARA ABERTURA DE CAPITAL MEDIANTE OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (IPO) NO BRASIL.	46
II.4. A VENDA ESTRATÉGICA (<i>TRADE SALE</i>) COMO O MECANISMO DE DESINVESTIMENTO PREFERIDO PELO MERCADO DE VENTURE CAPITAL ESTADUNIDENSE.	53
II.5. O <i>CORPORATE VENTURE CAPITAL</i> COMO AMBIENTE DE INTERAÇÃO ENTRE AS EMPRESAS INCUMBENTES E STARTUPS EM PROCESSO DE FINANCIAMENTO	64
III. A QUEM INTERESSA A INCORPORAÇÃO SISTEMÁTICA DE STARTUPS POR EMPRESAS DOMINANTES? – OS POTENCIAIS EFEITOS ANTICOMPETITIVOS E OS EFEITOS BENÉFICOS DECORRENTES DA PRÁTICA	72
III.1. Os POTENCIAIS EFEITOS ANTICOMPETITIVOS DA AQUISIÇÃO SISTEMÁTICA DE STARTUPS: A TEORIA DAS <i>KILLER ACQUISITIONS</i> E SUA APLICABILIDADE NOS MERCADOS DIGITAIS	73
III.2. Os EFEITOS BENÉFICOS DECORRENTES DA COMPRA E VENDA DE STARTUPS E DA DINÂMICA DO MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS	82
CONSIDERAÇÕES FINAIS	91
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	

INTRODUÇÃO

O presente trabalho busca investigar uma possível relação entre o mercado de financiamento de startups e a concentração econômica nos mercados digitais, contexto que vem suscitando preocupações nas autoridades de defesa da concorrência de diversas jurisdições e em parcela relevante de estudiosos do Direito da Concorrência. Estudos sobre o tema apontam que a atual conjuntura decorre, também, da estratégica e sistemática incorporação, por empresas dominantes, de empresas menores, geralmente startups, as quais têm como atrativo a possibilidade de introduzir novos produtos e serviços nos mercados digitais ou apresentar modelos de negócios inovadores, com alto potencial de crescimento.

Nesse sentido, muito embora sejam conhecidos os (potenciais) efeitos anticompetitivos decorrentes da concentração nos mercados digitais sob a ótica da aquisição de startups, os estudos recentes têm se dedicado quase unicamente à análise do comportamento das gigantes tecnológicas, sem dar a devida atenção aos incentivos econômicos que podem direcionar uma startup a buscar sua venda para outras empresas. Assim, o presente trabalho visa a contribuir com a discussão científica sobre o tema a partir de um olhar que busca compreender, primeiro, a dinâmica do mercado de financiamento de startups para depois tecer considerações sobre as consequências da atual conjuntura para o Direito Antitruste.

No primeiro capítulo, serão estudados os pressupostos e os aspectos gerais do financiamento de startups com o objetivo de identificar os agentes econômicos inseridos nesse mercado e os incentivos postos a esses. Além disso, será empreendida análise sobre o modelo de *limited partnership* estadunidense e o funcionamento dos fundos de investimento em participação (FIPs) brasileiros, sendo esses os veículos de investimento comuns ao mercado de *venture capital* de cada país. Por fim, será traçada delimitação de todas as fases do processo de financiamento de startups, com enfoque na última fase do processo, a execução da estratégia de saída dos investidores da startup.

No segundo capítulo, serão investigadas duas das principais estratégias de saída de investidores das startups, a abertura de capital em bolsa de valores (ou *initial public offering* – *IPO*) e a venda estratégica a outra empresa (*trade sale*), com o objetivo de averiguar se existe uma estratégia preferida para os empreendedores e se a escolha dessa alternativa tem relação com o grande volume de aquisições de startups por empresas mais maduras nos mercados digitais. Além disso, será estudado o *corporate venture capital*, que consiste em modalidade distinta de financiamento de startups, caracterizada por um maior grau de aproximação entre a empresa a investida e a empresa investidora.

No terceiro capítulo, serão estudados os elementos caracterizadores da teoria das *killer acquisitions*, sendo essa uma teoria do dano que vem ganhando destaque no cenário do antitruste internacional e dialoga com o fenômeno das aquisições sistemáticas de startups por empresas atuantes nos mercados digitais. Além disso, em confronto à teoria das *killer acquisitions*, serão pontuados diversos argumentos em defesa da compra e venda de startups e da dinâmica do mercado de financiamento de startups.

A pesquisa foi realizada por meio de revisão bibliográfica de publicações científicas sobre os temas objeto de estudo (startups, *venture capital*, *killer acquisitions*, Direito da Concorrência em geral), tais como livros, artigos científicos, dissertações e teses acadêmicas, notícias de jornal, relatórios de autoridades de defesa da concorrência, relatórios comerciais de empresas e associadas relacionadas ao mercado de startups e empreendedorismo, dentre outras.

I. PRESSUPOSTOS DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E OS INCENTIVOS POSTOS AOS AGENTES ECONÔMICOS PARTICIPANTES DESSE MERCADO

Recentemente, a concentração econômica nos mercados digitais tem sido uma das principais preocupações das autoridades de defesa da concorrência. Nos últimos anos, diversos foram os estudos e relatórios sobre o tema publicados por pesquisadores e autoridades da defesa da concorrência de diversas jurisdições¹. Referidos estudos têm apontado que a crescente concentração desses mercados em favor de algumas poucas empresas em posição dominante (também chamadas de Big Techs) decorre, também, da estratégica e sistemática incorporação de empresas menores, geralmente startups, as quais têm como atrativo a possibilidade de introduzir novos produtos e serviços nos mercados digitais ou apresentar modelos de negócios inovadores, com alto potencial de crescimento.

Empreender estudo detalhado a respeito dos chamados “mercados digitais” certamente extrapolaria o escopo e a finalidade deste trabalho. Não obstante, é justamente nesses mercados em que a incorporação de startups como estratégia de crescimento e conservação de poder de mercado em favor das empresas em posição dominante se dá de forma mais notável e sistemática. Assim, quando nos referirmos aos mercados digitais, pensaremos no conceito resumido por estudo do Departamento de Estudos Econômicos do CADE, isto é, as plataformas digitais capazes de conectar dois ou mais grupos de usuários e se beneficiar de efeitos de rede diretos e indiretos².

O relatório do Stigler Center, de 2019, aponta mais algumas características desses mercados como, por exemplo, (i) fortes efeitos de rede e custos de transição, que previnem a migração de seus usuários para plataformas semelhantes; (ii) baixos custos marginais, que

¹ A publicação de diversos relatórios sobre as condutas praticadas pelas Big Techs demonstra a preocupação das autoridades de defesa da concorrência ao redor do mundo com a possível concentração de mercado experimentada pelos mercados digitais e as consequências decorrentes dessa constatação. Nesse sentido, podem ser mencionados o relatório do Subcomitê Antitruste do Congresso Norte-Americano, nos Estados Unidos; o relatório da Competition and Markets Authority, no Reino Unido; o relatório do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, no Brasil; e o relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento – OCDE, em nível internacional. Os relatórios não traçam conclusão a respeito da existência de efeitos anticompetitivos decorrentes da atuação das Big Techs nos mercados digitais, porém todos os estudos reconhecem o grande volume de aquisições de empresas nascentes e emergentes realizadas pelas gigantes nos últimos anos, assim como apontam que a aquisição sistemática dessas empresas escapa do controle de estruturas tradicional.

² CADE. **Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados**. 2020. Disponível em: <<https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/documentos-de-trabalho/2020/documento-de-trabalho-n05-2020-concorrenca-em-mercados-digitais-uma-revisao-dos-relatorios-especializados.pdf>>. Último acesso em abril de 2021.

possibilitam a expansão da oferta dos produtos e serviços da plataforma a nível global; (iii) o modelo de economia de escala, resultante do acúmulo de dados pessoais dos usuários de plataformas digitais³.

Outra característica marcante desses mercados é o alto grau de concentração econômica em favor de alguns poucos concorrentes. O Relatório da Competition Markets Authority do Reino Unido (“Relatório Furman”) aponta que, em 2018, mais de 90% do mercado de buscas online era dominado Google e Bing (Microsoft), mais de 90% do mercado de redes sociais era dominado por Facebook e Snapchat e que mais de 90% do mercado de sistemas operacionais em telefones celulares era dominado pelo iOS (Apple) e Android (Google). As empresas mencionadas, não apenas detêm considerável participação em alguns dos principais mercados digitais, como também são líderes na incorporação de startups como estratégia de crescimento e consolidação nesses mercados.

O mesmo relatório indica que, nos últimos 10 anos, empresas como a Alphabet (grupo controlador da Google), Amazon, Facebook, Microsoft e Apple incorporaram cerca de 400 startups, totalizando cerca de 31,6 bilhões de dólares em investimento⁴. Nenhuma dessas aquisições foi impedida pelas autoridades de defesa da concorrência, possivelmente, porque a grande maioria desses atos de concentração nem sequer foi alvo do escrutínio das autoridades, por não alcançarem os critérios de notificação prévia das leis antitruste, ou, porque, mesmo nos casos em que a operação é objeto de análise, diversas características intrínsecas aos mercados digitais dificultam a aferição de efeitos anticompetitivos concretos⁵, como será abordado em capítulos subsequentes.

Há algumas razões pelas quais interessa às Big Techs a incorporação de startups, como, por exemplo, a aquisição de dados pessoais de usuários dos produtos e serviços ofertados, recurso que tem se revelado cada vez mais estratégico às empresas atuantes nos mercados digitais; a aquisição de capital humano, na forma dos funcionários altamente qualificados que por vezes integram os quadros das startups incorporadas; a possibilidade de complementar os produtos e serviços já oferecidos pelas empresas incumbentes com inovações de caráter incremental desenvolvidas pelas startups, ou mesmo a recentemente discutida teoria das *killer*

³ ZINGALES, L.; LANCIERI, F. M. “Stigler Committee on Digital Platforms Final Report”, 2019.

⁴ FURMAN, J. et al. **Unlocking digital competition: Report of the Digital Competition Expert Panel**. Londres, 2019.

⁵ **‘It’s Hard to Prove’: Why Antitrust Suits Against Facebook Face Hurdles**, disponível em: <<https://www.nytimes.com/2020/12/10/technology/facebook-antitrust-suits-hurdles.html>>. Último acesso em 18/04/2021.

acquisitions, segundo a qual as empresas incumbentes incorporam concorrentes em estágios iniciais de desenvolvimento como forma de impedir o crescimento de um concorrente em potencial.

Essa concentração econômica, cada vez mais perceptível, pode resultar em efeitos anticompetitivos diversos, como o aumento desmedido da influência das Big Techs, cujos algoritmos são capazes de determinar o conteúdo que será apresentado ao usuário a depender de seu posicionamento político inicial⁶, a criação de barreiras à entrada de empresas emergentes nos mercados digitais à medida em que são formados oligopólios nesses mercados, o abuso de posição dominante na forma de condutas isoladas que visem a minar a concorrência, a possível eliminação de concorrentes diretos ou futuros por meio da incorporação de startups, dentre outros.

Não obstante, muito embora sejam conhecidos os (potenciais) efeitos anticompetitivos decorrentes da concentração nos mercados digitais, os estudos recentes têm se dedicado quase unicamente à análise do comportamento das gigantes tecnológicas, sem dar a devida atenção aos incentivos econômicos que podem direcionar uma startup a buscar sua venda para as empresas incumbentes. É possível que casos extremos, como o do Instagram⁷, ou o do Snapchat⁸, tenham contribuído para a criação de uma falsa percepção segundo a qual as startups estariam sendo regularmente incorporadas por outras empresas à contragosto, quando, na verdade, muitas startups têm como objetivo final justamente a venda estratégica de seus

⁶ “**The political effects of algorithms: a look at Facebook and Google**”, disponível em: <<https://www.diggitmagazine.com/papers/political-effects-algorithms>>. Último acesso em 19/04/2021.

⁷ Em 2020, Mark Zuckerberg, CEO do Facebook, compareceu à Câmara dos Representantes dos Estados Unidos, perante o Subcomitê de Antitruste, para prestar esclarecimentos acerca de condutas potencialmente anticompetitivas do Facebook na compra do aplicativo Instagram. Na ocasião, foram revelados e-mails trocados entre Zuckerberg e outro executivo em 2012, mesmo ano da compra do Instagram, nos quais o primeiro apontava que o Instagram seria um competidor direto do Facebook, podendo vir a tomar parcela do mercado de redes sociais, motivo que por si só pode ter justificado a incorporação do aplicativo de compartilhamento de fotos, como visto em: “**Instagram Can Hurt Us’: Mark Zuckerberg Emails Outline Plan To Neutralize Competitors**”, disponível em: <<https://www.theverge.com/2020/7/29/21345723/facebook-instagram-documents-emails-mark-zuckerberg-kevin-systrom-hearing>>. Último acesso em 01/04/2021.

⁸ Outro exemplo da conduta agressiva do Facebook perante seus potenciais competidores no mercado de redes sociais é o embate havido entre o primeiro e o Snapchat. Em 2013, apenas dois anos após o início das operações do Snapchat, a startup recebeu uma oferta de 3 bilhões de dólares do Facebook, a qual foi recusada. Há relatos de que o Facebook tenha realizado novas ofertas entre 2013 e 2016, todas mal sucedidas. No mesmo ano de 2016, o grupo Facebook, por intermédio do Instagram, passou a incorporar diversas funções e ferramentas próprias do Snapchat, como os filtros de imagem que adaptam ao rosto do usuário, a função “stories”, dentre outras, provocando uma redução na base de usuários do Snapchat. Em: “**Facebook Camera Means Snapping Is Officially the Future**”, disponível em: <<https://www.wired.com/2017/03/facebook-camera-means-snapping-officially-future>>. Último acesso em 01/04/2021.

recursos a outras empresas. Observa-se, portanto, uma relação, no mínimo, bilateral, em que a empresa em posição mais privilegiada quer comprar e a startup visada quer vender.

Isso ocorre porque, na maioria dos casos, a venda estratégica da startup sucede um longo processo de financiamento, do qual participaram um ou mais investidores e diversos outros agentes econômicos, os quais têm como interesse precípua a obtenção de retorno financeiro aos seus investimentos. Esses investidores forneceram o capital necessário ao desenvolvimento e à expansão da startup (o chamado “capital de risco”, ou *venture capital*) em troca da aquisição de participação societária na empresa investida. Nesse cenário, o retorno financeiro esperado somente ocorrerá como consequência de um evento de liquidez, o chamado “*exit*” ou “desinvestimento”, como a venda da startup a outra empresa ou a abertura de seu capital na bolsa de valores, oportunidades nas quais os investidores poderão alienar sua participação societária na empresa em troca dos ganhos almejados.

Como será demonstrado ao longo deste capítulo, essa modalidade de investimento, nascida nos Estados Unidos na década de 1940 se tornou cada vez mais profissionalizada, contando, hoje, com organizações que se especializaram na gestão de fundos de investimento de *venture capital*, e se difundiu pelo mundo, tendo diversas jurisdições, inclusive o Brasil, tencionado replicar o modelo estadunidense dentro de seu próprio contexto jurídico-econômico.

Neste capítulo, serão estudados os pressupostos e os aspectos gerais do financiamento de startups por *venture capital* (I.1.), bem como os agentes econômicos inseridos nesse mercado — quais sejam, as startups e seus fundadores, as organizações gestoras de fundos de *venture capital* e os investidores cotistas desses fundos — visando a identificar os objetivos e os incentivos postos a esses agentes (I.2.) Será empreendida análise sobre o modelo de *limited partnership* estadunidense e o funcionamento dos fundos de investimento em participação (FIPs) brasileiros, sendo esses os veículos de investimento comuns ao mercado de *venture capital* de cada país (I.3.). Por fim, será traçada delimitação de todas as fases do processo de financiamento de startups (I.4.), com enfoque na última fase do processo, a execução da estratégia de saída dos investidores da startup (I.5.).

I.1. ASPECTOS GERAIS, DESENVOLVIMENTO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MODELO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS

Venture capital pode ser definido como o aporte de capital realizado por um fundo de investimentos administrado por gestores profissionais e especializados, em empresas nascentes e emergentes com potencial de alto crescimento, em troca de participação societária na empresa investida ou de títulos conversíveis em cotas ou ações da empresa (MEIRELLES, 2008)⁹. Também pode ser definida como uma classe de investimentos própria, caracterizada pela aquisição temporária de participação societária em empresas, na expectativa de fartos retornos financeiros quando da alienação dos ativos a outros investidores no mercado de capitais privado ou na bolsa de valores (KUPOR, 2019)¹⁰.

Essa modalidade de investimentos surgiu nos Estados Unidos ainda nos anos de 1940¹¹ e se tornou cada vez mais complexa e robusta, sendo possível falar, hoje, na existência de um mercado de *venture capital*, do qual participam diversos agentes econômicos, quais sejam, empreendedores em busca de investimentos para alavancar o crescimento de suas empresas nascentes (as startups), pessoas e organizações especializadas na gestão de fundos de investimento em participações em startups (ou apenas, “os gestores dos fundos”) e investidores passivos (doravante referenciados como “os cotistas dos fundos”), que confiam grandes quantias monetárias aos cuidados do gestor dos fundos, os quais serão responsáveis pela escolha e monitoramento das empresas a serem financiadas com recursos do fundo. Como será abordado adiante, os cotistas dos fundos de *venture capital* geralmente adotam postura passiva perante seus investimentos, isto é, não fazem parte dos processos decisórios do fundo de investimentos, o que caberá aos gestores, dentro dos limites do contrato de *limited partnership* no contexto estadunidense e do regulamento do fundo no contexto brasileiro.

Desde sua consolidação nos Estados Unidos, o *venture capital*, enquanto modalidade de investimentos, especializou-se em empresas nascentes de base tecnológica com alto potencial de crescimento. Não obstante, a obtenção de financiamento para essas empresas, que

⁹ MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do Nascimento. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica.** Gestão e Produção. São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan.-abr. 2008

¹⁰ KUPOR, Scott. **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It.** Penguin Publishing Group. Edição do Kindle. ISBN: 9780593083598, 2019.

¹¹ Silva (2019) aponta que a criação da *American Research and Development Corporation (ARDC)*, em 1946, marca a gênese do *venture capital* como modalidade profissional de investimentos em projetos de alto risco. Segundo o autor: “A ARDC foi a primeira empresa profissional dedicada a financiar empresas nascentes de base tecnológica a partir das seguintes características: (i) auxílio à empresa nascente por meio da participação na organização, planejamento e gestão do negócio; (ii) criação de incentivos para a comercialização de produtos com novas tecnologias embarcadas; e (iii) disseminação da cultura de investimento em empresas nascentes com base em participação ativa no empreendimento”. SILVA, Alexandre Pacheco da. **Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups.** Campinas, SP: [s.n.], 2019.

geralmente objetivam sanar uma potencial demanda de um mercado específico, é desafiadora. KUPOR (2019) que as startups geralmente (i) não têm a expectativa de gerar faturamento robusto e lucros líquidos no curto e médio prazo; e (ii) são negócios muito arriscados, pois, ao longo do desenvolvimento do empreendimento, o produto ou serviço projetado pela startup pode perder a utilidade ou a relevância inicialmente imaginadas.

Nessa esteira, SILVA (2019) aponta que o investidor que aposta nesse segmento se expõe (i) ao alto grau de incerteza quanto à viabilidade do produto o serviço que pretende desenvolver e comercializar a empresa investida; (ii) ao alto grau de assimetria informacional entre os investidores e os empreendedores fundadores da empresa; e (iii) ao longo período de baixa liquidez dos ativos adquiridos, quais sejam, as cotas sociais ou ações da empresa, as quais não poderão ser livremente comercializadas no curto e médio prazo.

Em contrapartida, as startups bem sucedidas, que são capazes de introduzir produtos e serviços inovadores e de qualidade, abocanhando parcela significativa de mercados altamente lucrativos ou em crescente expansão, apresentam impressionantes índices de valorização de mercado. A título de exemplo, cita-se o caso do aplicativo de troca de mensagens instatâneas Whatsapp, que recebeu aporte financeiro no valor de U\$ 60 milhões da gestora de fundos Sequoia Capital, em 2009. Apenas cinco anos depois, o Whatsapp foi vendido ao Facebook U\$ 16 bilhões, dos quais a Sequoia Capital recebeu cerca de U\$ 3 bilhões, isto é, um retorno financeiro equivalente a 50 vezes o valor inicialmente investido (POLLMAN, 2019)¹².

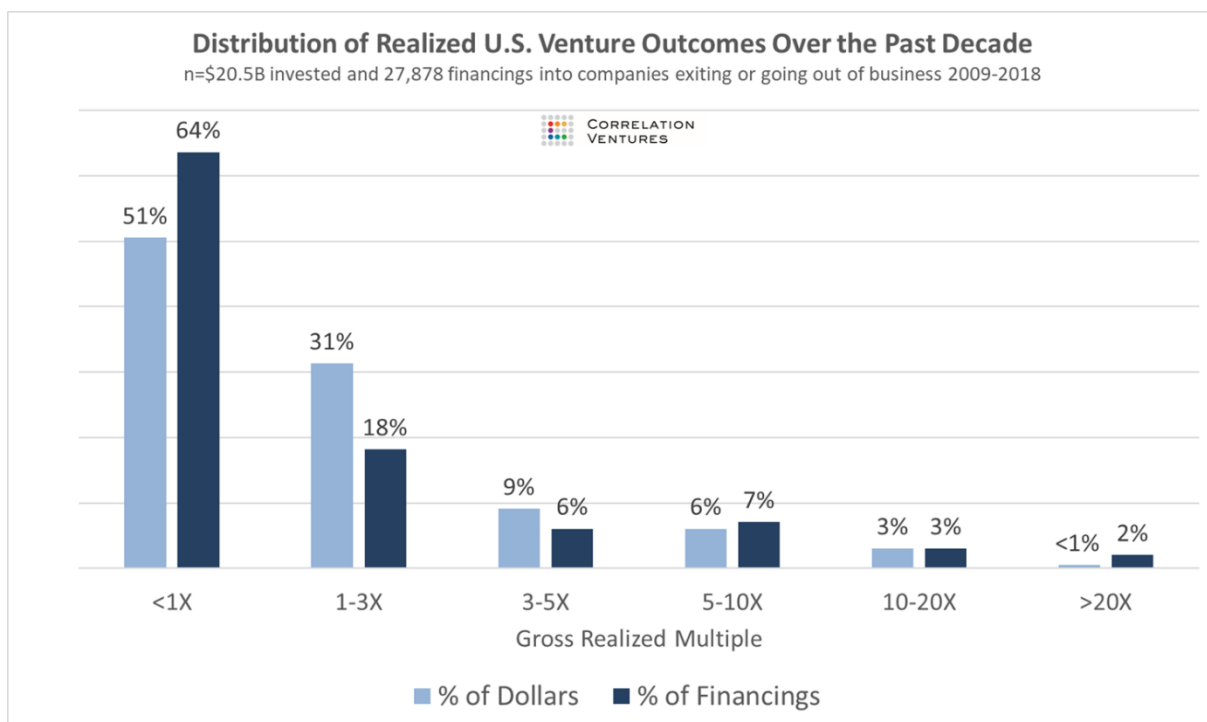
Resultados tais como esse obtido pela Sequoia Capital na venda do Whatsapp são raros, mas possíveis — e são justamente esses os resultados que os gestores de fundos mais qualificados buscam obter. Kupor (2019) aponta que a indústria de *venture capital* aposta justamente em acertar *home runs* para proporcionar o retorno financeiro almejado pelos cotistas do fundo, isto é, um evento raro que poder ocorrer em uma partida de beisebol, quando o rebatedor acerta uma bola arremessada com tamanha força e precisão que essa deixa os limites do campo, percorrendo uma distância de mais de 100 metros sem tocar o chão. A título de curiosidade, o atleta que detém a melhor média *home runs* por batida é Mark McGuire, com a marca de um *home run* a cada 10 tentativas¹³.

¹² POLLMAN, Elizabeth, **Startup Governance**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3352203>. Último acesso em 16/04/2021.

¹³ “**Mark McGwire**” Disponível em: <https://www.baseball-reference.com/players/m/mcgwima01.shtml>. Último acesso em 20/04/2021.

Em suma, pode-se dizer que todo gestor de fundos quer investir na próxima Netflix, Airbnb, Uber, Amazon, Facebook, Google, sendo todas essas empresas financiadas por *venture capital* em seus estágios iniciais e intermediários. E todos os cotistas do fundo confiam que seus gestores são capazes desse feito. Essa assertiva, que parece trivial na superfície, na verdade revela uma característica do *venture capital* enquanto modalidade de investimentos — o fato de que a média do retorno financeiro obtido através de desinvestimentos em empresas financiadas por *venture capital* aparenta não valer a pena o risco corrido pelos cotistas dos fundos. Conforme o gráfico abaixo indica, nos Estados Unidos, entre 2009 e 2018, mais de 64% dos fundos de *venture capital* obtiveram retornos menores que o valor inicialmente investido, enquanto que 5% dos investimentos gerou retorno entre 10 e 20 vezes ou acima de 20 vezes o valor investido:

Figura 1 – Material elaborado pela gestora de fundos Correlation Ventures aos seus clientes e divulgado um ano depois pelo blog VC Adventure



Fonte: “VC Funds are more skewed than you think”. Disponível em: <https://sethlevine.com/archives/2020/10/vc-fund-returns-are-more-skewed-than-you-think.html>. Último acesso em 18/04/2021.

Considerando que fundos de investimento de *venture capital* costumam estabelecer prazo de 7 a 10 anos para proporcionar retorno financeiro aos seus cotistas, obter como resultado rendimento inferior ao valor investido pelo fundo é muito insatisfatório, levando em

consideração, ainda, o risco assumido pelos investidores e a iliquidez dos ativos (KUPOR, 2019). Não obstante, a possibilidade, ainda que remota, de se obter rendimento equivalente a 20 vezes o valor investido (isto é, 2000%) justifica o investimento em fundos de *venture capital*. Nos tópicos subsequentes, será demonstrado que o mercado de valores mobiliários, nos Estados Unidos e no Brasil, exige que os cotistas de fundos de *venture capital* sejam investidores qualificados, que possuem robusta e diversificada carteira de investimentos. Desse modo, ante o caráter profissional e institucional dos cotistas de fundos de *venture capital*, entende-se que esses compreendem bem o risco assumido ao alocar finanças nesta classe de investimentos.

Por fim, faz-se necessário situar a captação de recursos junto aos fundos de *venture capital* dentre as demais alternativas de financiamento disponíveis às startups. Conforme apontam GORINI e TORRES (2016)¹⁴, a captação de recursos por startups se divide em três categorias, segregadas de acordo com o tipo de contrapartida esperada da startup após a alocação dos recursos, são estas: (i) subvenção; (ii) contratação de crédito; (iii) negociação de participação societária junto aos potenciais investidores. Neste trabalho, concentraremos-nos na última categoria, em que está inserido o financiamento por recursos de fundos de *venture capital*.

A subvenção consiste no recebimento de benefícios ou aportes financeiros provenientes de programas governamentais de fomento à inovação. Geralmente, não se exige um contrapartida financeira das startups beneficiárias das iniciativas de subvenção, bastando que a empresa comprove a adequada utilização dos recursos públicos aportados. Já a contratação de crédito consiste na realização de empréstimos junto a instituições financeiras. Como contrapartida, a startup contratante deverá devolver a quantia recebida, em determinado prazo, com o acréscimos de juros (GORINI e TORRES, 2016).

A negociação de participação societária junto aos potenciais investidores, categoria em que se inserem os negócios de *venture capital*, por sua vez, apresenta-se de diversas formas, as quais guardam riscos e benefícios específicos, que deverão ser avaliados pela startup de acordo com seu estágio de desenvolvimento e suas necessidades vigentes. Nessa categoria, podem ser

¹⁴ GORINI, Marco; TORRES, Haroldo. **Captação de Recursos para Startups e Empresas de Impacto: Guia Prático**. Rio de Janeiro, Alta Books Editora, 2016.

mencionados (i) contratos de incubamento ou aceleração de startups¹⁵; (ii) investimento anjo¹⁶; (iii) capital semente (*seed capital*)¹⁷; (iv) *venture capital*; (v) *corporate venture capital*¹⁸; e (vi) *private equity*¹⁹ (SILVA, 2019; FERNANDES, 2016, SILVA, 2017; ABDI, 2011)^{20 21 22}.

Com a objetivo de tornar mais elucidativa a classificação supramencionada, colaciona-se as figuras abaixo:

¹⁵ Nos termos da Lei nº 13.243/2016, o “novo Marco Legal da Inovação”, as incubadoras e aceleradoras são organizações que objetivam prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico às startups em estágio inicial de desenvolvimento. A remuneração das incubadoras e aceleradoras poderá ser realizada mediante a venda de participação societária ou títulos conversíveis em cotas sociais e ações da startup, como visto em (FERNANDES, 2016).

¹⁶ Investidores-anjo são agentes autônomos com grande patrimônio e interesse em financiar startups em estágios iniciais de desenvolvimento. O investidor-anjo geralmente detém um histórico positivo de experiências empresariais e, portanto, além do aporte financeiro realizado à startup, também atua como mentor do time fundador da startup (SILVA, 2017).

¹⁷ O capital semente (*seed capital*) diz respeito ao financiamento de menor valor para o desenvolvimento de protótipo ou prova de conceito por empresa em estágio inicial, por vezes, pré-operacional (SILVA, 2019).

¹⁸ No *corporate venture capital*, os fundos de investimento utilizados para a realização de aportes financeiros nas startups são geridos por empresas inseridas no mesmo mercado em que atua ou pretende atuar a startup. Os negócios de *corporate venture capital* permitem uma aproximação entre uma startup e uma empresa madura, que pode resultar, ao final do processo de financiamento, na aquisição da startup pela outra empresa. Os negócios de *corporate venture capital* serão explorados com maior profundidade no Capítulo II, em que trataremos das estratégias de incorporação de startups empregadas por empresas dominantes nos mercados digitais.

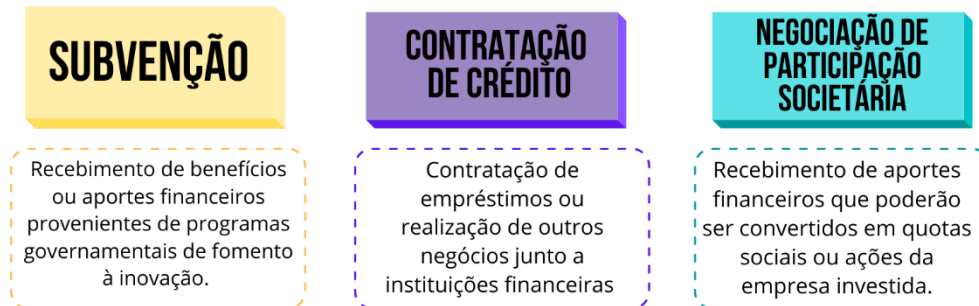
¹⁹ O termo *private equity* diz respeito a uma modalidade de investimentos que se aperfeiçoa pela aquisição de participação societária em empresas de capital fechado com expectativa de crescimento, visando à obtenção de retorno financeiro de longo prazo. Apesar da identidade dos pressupostos básicos encontrados em ambas as modalidades de investimento, o termo *private equity* é utilizado para o contexto de realização de aportes em empresas amadurecidas, que visam unicamente à expansão do negócio, implicando menor envolvimento do investidor na empresa. Já o termo *venture capital* diz respeito aos aportes financeiros em empresas em estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento, nos quais ainda pode ser necessária a realização de experimentos de validação e aprimoramento do produto e se espera certo grau de envolvimento dos investidores no processo. Além disso, nos investimentos de *private equity*, o investidor nem sempre tem a intenção clara de deixar o empreendimento após a valorização dos ativos investidos (MEIRELLES, 2008).

²⁰ FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em <http://www.bpbc.com.br/a-natureza-juridica-das-incubadoras-e-aceleradoras-e-suas-relacoes-contratuais-com-as-start-ups/>. Último acesso em 22/04/2021.

²¹ SILVA, Lucas Caminha de Lima e. **Inovação, Capital e Seed Gap: Quem são os investidores anjos de acordo com o Mercado e com a Lei Complementar nº 155**. Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira, Edição 2017.

²² ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Segundo Censo Brasileiro: 2011**. São Paulo, Brasil. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/PrivateEquityeVentureCenso.pdf>. Último acesso: 12/04/2021.

Figura 2 – Categorias de captação de recursos por startups de acordo com o tipo de contrapartida esperada da startup após a alocação dos recursos.



Fonte: Elaboração própria com base na classificação proposta por (GORINI e TORRES, 2016).

Figura 3 – Modalidades de captação de recursos por negociação de participação societária junto aos potenciais investidores.



Fonte: Elaboração própria com base nas classificações presentes em diversos trabalhos (SILVA, 2019; FERNANDES, 2016, SILVA, 2017; ABDI, 2011).

Recursos provenientes de organizações aceleradoras, incubadoras, investidores de capital semente (*seed capital*) e investidores-anjo — (itens (i), (ii) e (iii) no esquema acima — costumam ser comuns nos estágios iniciais da empresa, enquanto que a captação de recursos de

venture capital e *private equity* — itens (iv) e (vi) no esquema acima — estão associados a aportes realizados em estágios de expansão dos negócios da empresa. Já o aporte de recursos de *corporate venture capital* (CVC), item (v), não está atrelado a um único estágio de desenvolvimento de startups, podendo ocorrer em momentos distintos, de acordo com os objetivos de cada iniciativa de CVC, conforme será estudado no Capítulo II. Cada uma dessas alternativas poderá ser explorada pela startup ao longo do seu processo de financiamento.

A respeito disso, pode-se dividir o desenvolvimento das startups três estágios: (i) estágio seminal (*seed stage*); (ii) estágio inicial (*early stage*); e (iii) estágio maduro (*late stage*), conforme classificação da *National Venture Capital Association* (NVCA), dos Estados Unidos²³.

No estágio seminal (i), a preocupação da startup costuma ser o de desenvolver um produto ou serviço minimamente viável e que interesse ao Mercado. Não é incomum que nesse estágio as ideias da startup ainda estejam em fase de validação perante uma primeira leva de clientes ou usuários. Esse desafio costuma ser intensificado pela ausência de recursos financeiros, tecnológicos e logísticos à disposição do time fundador da startup, motivo pelo qual o apoio de aceleradoras, incubadoras, investidores-anjo e mesmo familiares e amigos costuma ser fundamental para a sobrevivência da startup (SILVA, 2017; POLLMAN, 2019).

No estágio inicial (ii), as preocupações da startup costumam ser a de aprimorar o produto ou serviço ofertado, otimizar os processos de produção e expandir a base de clientes ou usuários.

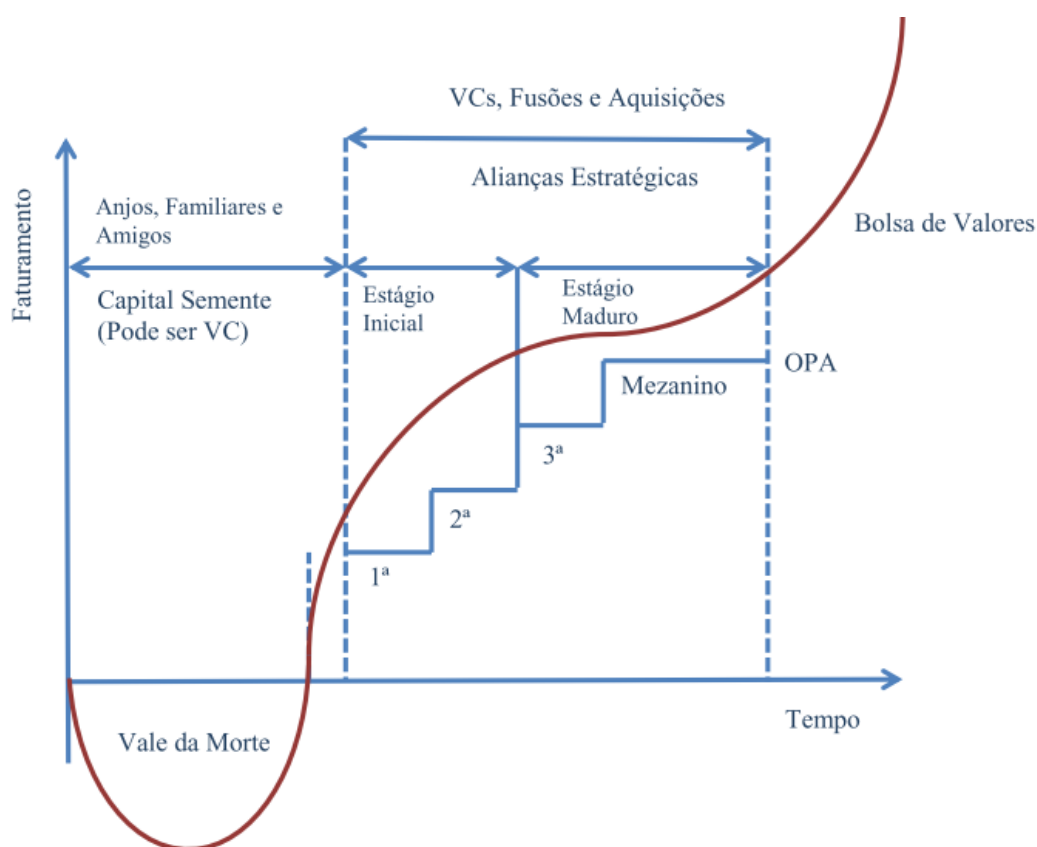
No estágio maduro (iii), as preocupações podem ser diversas, como a necessidade de ampliação da infraestrutura física da empresa, a contratação de novas equipes de trabalho, a entrada em novos mercados ou o desenvolvimento de novos produtos, a depender da situação concreta vivida pela startup e do contexto mercadológico em que ela estiver inserida (SILVA, 2019). De modo geral, pode-se dizer que um dos objetivos principais das startups em estágio maduro é proporcionar opções de saída do empreendimento aos fundos de investimento e demais investidores detentores de participação societária na empresa, sendo este o evento de liquidez que remunerará os investidores pelos aportes realizados ao longo do desenvolvimento da startup (SILVA, 2019).

No modelo abaixo, retirado de SILVA (2019), estão representados os estágios de desenvolvimento da startup, com a indicação de quais investidores costumam aportar recursos

²³ NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2021 Yearbook**. 2021. Disponível em: <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf> . Último acesso em 22/04/2021.

em cada um dos estágios. Percebe-se que os investimentos com recursos de *venture capital*, “VCs” na ilustração, ocorrem nos estágios inicial e maduro. O “Vale da Morte”, abaixo representado, é o período em que a startup acumula prejuízos e dispõe de escassos recursos para manutenção de suas atividades e possui maiores chances de fracassar. Em relatório da CB Insights²⁴, foi identificado que 42% das startups falham em razão de os produtos e serviços desenvolvidos não serem bem recebidos pelo Mercado, enquanto 29% falha por escassez de recursos, problemas comuns à fase inicial de desenvolvimento da startup²⁵.

Figura 4 – Estágios do financiamento de startups.



Fonte: SILVA, Alexandre Pacheco da. *Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups*. Campinas, SP: [s.n.], 2019.

²⁴ A CB Insights é uma plataforma internacional que reúne analistas, jornalistas, executivos e startups e produz relatórios sobre startups e inovação tecnológica. A plataforma possui um serviço premium de análise de dados voltado a agentes que atuam no ramo de financiamento de startups, tendo como clientes organizações gestoras de fundos de *venture capital*, como a Sequoia Capital, e empresas, como a Microsoft e a Nestlé. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/>.

²⁵ CB INSIGHTS. **The top 20 Reasons Startups Fail**. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Último acesso em 18/04/2021.

A captação de recursos na trajetória de crescimento de uma startup costuma ser dividido em rodadas de investimento, representadas pelos degraus “1^a”, “2^a” e “3^a” no modelo abaixo. Referidas rodadas de investimento também são referenciadas como *Series A, B, C*, e assim em diante, cada uma atrelada ao atingimento de metas específicas delineadas pela startup e pelos investidores. Em cada rodada, podem ser captados recursos de novos investidores ou mesmo novos aportes de investidores que participaram de rodadas anteriores. Geralmente, a cada rodada de financiamento, a startup emite novas cotas sociais ou ações, as quais serão destinadas aos investidores realizando aportes naquela rodada. Essa emissão de novas cotas ou ações importará na diluição da participação societária dos investidores anteriores (POLLMAN, 2019; KUPOR, 2019).

A título de exemplo, imaginemos que o time fundador detenha 50% da empresa ao final de uma segunda rodada de investimentos em que a companhia fora avaliada em R\$ 10 milhões. Em uma terceira rodada de investimentos, a startup é capaz de negociar 10% da empresa pelo aporte de R\$ 5 milhões (ou seja, nessa rodada, a empresa foi avaliada em R\$ 50 milhões). Serão emitidas novas cotas sociais, diluindo a participação societária do time fundador de 50% para 45%. Isso não necessariamente significa que o time fundador perderá o controle exercido sobre a empresa apenas em razão da diluição de sua participação societária, uma vez que é possível a emissão de cotas preferenciais sem direito de voto a esses novos investidores ou a adoção de outros mecanismos de governança corporativa como a constituição de órgãos de administração e fiscalização ou a celebração de acordos de sócios (SILVA, 2014; POLLMAN, 2019; KUPOR, 2019).

Observa-se, portanto, que o financiamento de startups com recursos da categoria *venture capital* ocorre após a superação de um estágio inicial pela empresa investida (degraus “1”, “2”). Geralmente, a startup que recebe aportes de fundos de *venture capital* já possui um produto ou serviço minimamente definido e viável, restando a necessidade de refiná-lo e expandi-lo (degraus “3” e mezanino), o que pretende ser alcançado com apoio dos aportes financeiros e de assessoramento prestado pelos fundos de *venture capital*.

I.2. EM BUSCA DE UMA DEFINIÇÃO PARA O CONCEITO DE STARTUPS: AS CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS DE UMA STARTUP E A CONCEITUAÇÃO LEGAL DAS STARTUPS NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

As empresas referenciadas como startups são aquelas tipicamente fundadas por um grupo de empreendedores e financiadas em grande parte por investimentos externos à

sociedade. As startups têm raízes no empreendedorismo e, portanto, servem o propósito de desenvolver produtos ou serviços inovadores, com escalabilidade e repetibilidade, isto é, a capacidade de expandir os negócios de forma exponencial sem prejuízo às características intrínsecas do produto ou serviço ofertado.

Nesse ínterim, importante esclarecer que as startups não necessariamente estarão associadas ao desenvolvimento de tecnologia de ponta ou à descoberta de inovações científicas. Com efeito, a inovação proposta pela startup pode se limitar à elaboração de um modelo de negócios mais eficaz para a oferta de produtos e serviços já existentes no mercado e ainda assim despertar o interesse de investidores e prover benefícios aos consumidores do produto ou serviço.

Em sua tese de doutorado, SILVA (2019) divide as startups em duas categorias: (i) as empresas de base tecnológica (EBTs), caracterizadas pela aplicação de conhecimentos científicos e ferramentas tecnológicas; e (ii) as empresas exponenciais de oportunidade (EEOs), cujo sucesso negocial e crescimento se dá pela exploração de falhas de mercado ou de segmentos pouco explorados. A título de exemplo, a empresa estadunidense, SpaceX, que desenvolve tecnologia aeroespacial, como foguetes e satélites, consiste em uma startup de base tecnológica. A brasileira iFood, por sua vez, que tem como funcionalidade principal conectar consumidores que desejam receber refeições prontas em suas casas ou locais de trabalho, restaurantes dispostos a servir as refeições e entregadores dispostos a realizar a entrega dos pedidos, enquadra-se na categoria das startups exponenciais de oportunidade. Muito embora, no caso do iFood, os serviços por ela prestados se deem por meio de plataforma online em aplicativo de celular, o diferencial proporcionado pela empresa é o modelo de negócios inovador e disruptivo, e não o arcabouço tecnológico que a iFood introduziu no mercado.

Startups de ambas as categorias podem receber financiamento por recursos de fundos de *venture capital*, de modo que referida distinção não será explorada com maior profundidade neste trabalho, servindo, portanto, o único propósito de elucidar que o conceito de inovação não está atrelado à introdução de novas criações altamente tecnológicas no mercado. O próprio autor, supracitado, reconhece que ultimamente tem sido comum startups explorarem ambas as frentes (SILVA, 2019).

Como apontado por (SILVA, 2019), muito embora as startups geralmente iniciem suas atividades como negócios de porte reduzido, desde a sua gênese, têm como objetivo crescer vertiginosamente valendo-se de modelo de negócios repetível e escalável, de modo que as definições tradicionais de micro e pequenas empresas encontradas em nosso ordenamento

jurídico²⁶ não se adequam ao conceito de startup. As startups têm objetivos diversos das micro e pequenas empresas nacionais.

Por definição, as startups visam ao alto crescimento e à expansão do negócio com o apoio de financiamento externo. Como consequência de sua estratégia expansionista, não é incomum às startups apresentar receitas anuais em patamares baixos ou mesmo resultados negativos, os quais poderão ser facilmente relevados por investidores desde que a startup apresente, em contrapartida, outros resultados, tais como a expansão de sua base de usuários ou dados que indiquem a boa aceitação do mercado aos produtos e serviços ofertados pela startup.

No caso da Nubank, empresa que desenvolve produtos e serviços financeiros em plataforma plenamente digital, em 2015, apresentou receita anual de R\$ 10,47 milhões e prejuízo líquido de R\$ 32,7 milhões. No ano seguinte, a Nubank apresentou receita de R\$ 77,09 milhões e prejuízo líquido de R\$ 122 milhões (156% da receita). Esses resultados não foram acidentais. Na verdade, não passaram de números já esperados, haja vista que naquele período a Nubank tivera como principal objetivo expandir sua base de usuários. Gratuitamente, milhões de usuários se cadastraram junto ao banco digital e receberam seus cartões de crédito do conforto de suas casas. Todos os custos dessa expansão foram arcados pela própria empresa²⁷. Em 2021, a Nubank é um dos maiores casos de sucesso do ecossistema de startups brasileiro, alcançando 33 milhões de usuários em 2020, com receita operacional de R\$ 5 bilhões. A empresa ainda apresenta prejuízo líquido, mas de R\$ 230 milhões (equivalente a apenas 4,6% da receita). Mais importante, a Nubank deslançou na variável que mais importa ao mercado de *venture capital*: o valor de mercado (ou *valuation*), que, no caso da Nubank, alcançou a

²⁶ A Lei Complementar nº 123/2006 instituiu o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, que considera microempresa aquelas cuja receita bruta anual no exercício anterior não ultrapassou a marca de R\$ 360 mil, enquanto que a empresa de pequeno porte é aquela cuja receita bruta anual não ultrapassou o patamar de R\$ 4.8 milhões. O Banco Nacional do Desenvolvimento – BNDES, por sua vez, estabeleceu parâmetros com base no faturamento anual das empresas, segundo os quais as médias empresas são aquelas cuja receita bruta é menor ou igual a R\$ 300 milhões e as grandes empresas são as que ultrapassam essa marca. Em: “Guia do Financiamento do BNDES, Classificação de porte dos clientes”, Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>>. Último acesso em 18/04/2021.

²⁷ Em reportagem ao site Tecmundo, o diretor financeiro da empresa à época elucidou a estratégia de crescimento da Nubank, em “**Com foco no crescimento, Nubank fechou 2016 com prejuízo de R\$ 122 milhões**”, disponível em: <<https://www.tecmundo.com.br/financas/116062-foco-crescimento-nubank-fechou-2016-com-prejuizo-r-122-milhoes.htm>>. Último acesso em 17/04/2021.

surpreendente marca de U\$ 25 bilhões em rodada de investimentos realizada no começo de 2021²⁸.

Nesse contexto, cumpre apontar que uma empresa não poderá ser considerada uma startup para sempre. Ainda que a empresa preserve seu caráter inovador, caso essa venha a ser caso de sucesso, deixará de apresentar algumas características fundamentais das startups, como o alto grau de incerteza quanto ao sucesso do negócio e a necessidade de recorrer a financiamento externo para expandir os negócios ou desenvolver novos produtos. Com efeito, Google e Facebook, as quais deram seus primeiros passos como típicas startups financiadas por *venture capital*, não mais se enquadram nessa categoria, ante os resultados financeiros extraordinários²⁹ dessas companhias e a dominância que impõem nos mercados em que atuam. Desse modo, o “estado de startup” é efêmero, como o de uma lagarta em um casulo (POLLMAN, 2019). Um dos marcos para o fim desse estado é justamente a ocorrência de um evento de alienação maciça de participação societária da startup, seja por meio da venda estratégica à outra empresa ou da abertura de capital em bolsa de valores, hipóteses nas quais os fundos de *venture capital* desfazem-se de seus investimentos na empresa.

Ante o exposto, nota-se que o conceito de startup é relativamente elusivo — sabe-se as características gerais que definem as startups, mas não há delimitação clara no que diz respeito à transição do estágio de startup para o de empresa de posição consolidada no mercado. Visando a conferir maior precisão em torno do conceito de startups e garantir maior segurança jurídica a futuras políticas públicas destinadas a essa classe de empresa, vem se buscando definir o conceito legal de startups no Brasil. A título de exemplo, cita-se a Lei Complementar nº 167 de 2019, o Projeto de Lei Complementar sob o nº 146/2019, chamado de “Marco Legal das Startups”, a Lei nº 13.243/2016, o “novo Marco Legal da Inovação”, iniciativas legislativas que visaram introduzir ao ordenamento pátrio conceitos tais como “startup”, “capital de risco”, “inovação”, dentre outros, além de estipular medidas que ambicionam fomentar o ecossistema de startups e inovação brasileiro.

²⁸ “Nubank raises \$400 million and hits \$25 billion valuation”, disponível em: <<https://labsnews.com/en/news/business/nubank-raises-400-million-and-hits-25-billion-valuation/>>. Último acesso em 17/04/2021.

²⁹ Em 2019, a Amazon alcançou faturamento de 280.5 bilhões de dólares, a Apple de 260.2 bilhões, a Alphabet 161.9 bilhões, a Microsoft 125.8 bilhões e o Facebook 70.8 bilhões. Combinados, esses valores atingem a impressionante marca de 900 bilhões de dólares, valor superior ao Produto Interno Bruto (PIB) de 178 países, como visto em “How Big Tech Makes Their Billions”, disponível em: <<https://www.visualcapitalist.com/how-big-tech-makes-their-billions-2020/>>. Último acesso em 12/04/2021.

A Lei Complementar nº 167 de 2019 foi responsável por instituir o Inova Simples, regime simplificado de abertura e encerramento de empresas voltadas à inovação, com o intuito de fomentar o ecossistema de startups brasileiro. O mesmo diploma acrescentou o artigo 65-A à Lei Complementar nº 123 de 2006 (Estatuto das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte). Segundo os parágrafos primeiro e segundo do referido artigo, são startups as empresas que desenvolvem inovações de caráter incremental ou disruptivo em condições de incerteza:

Art. 65-A. (...)

§ 1º Para os fins desta Lei Complementar, considera-se startup a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, os quais, quando já existentes, caracterizam startups de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam startups de natureza disruptiva.

§ 2º 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.

Nesse tocante, cumpre destacar algumas opções feitas pelo Legislador quando da introdução formal do conceito de startups ao ordenamento jurídico brasileiro. Para a Lei Complementar nº 167 de 2019, (i) o reconhecimento da empresa como startup pode decorrer de simples “autodeclaração” no ato de registro da empresa na REDESIM³⁰, haja vista que referida lei não impõe quaisquer limites legais ao credenciamento da empresa como startup; (ii) a lei, similarmente à distinção feita por SILVA (2019), reconheceu a existência de startups de caráter incremental, que “visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos” já existentes e as de caráter disruptivo, quando a tecnologia proposta compreender a “criação de algo totalmente novo”³¹; e (iii) mais importante, a lei explicitou como característica inerente às startups o fato de essas empresas atuarem sob condições de incerteza quanto à viabilidade mercadológica do empreendimento, sendo esse um

³⁰ Conforme orientações do SEBRAE: “A Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios, Redesim, é um sistema integrado que permite a abertura, fechamento, alteração e legalização de empresas em todas as Juntas Comerciais do Brasil, simplificando procedimentos e reduzindo a burocracia ao mínimo necessário.”. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/a-redesimples-simplifica-procedimentos-burocraticos-de-empresas,d37d9993215fe410VgnVCM1000004c00210aRCRD>. Último acesso em 19/04/2021.

³¹ Em sentido semelhante, para a Lei nº 13.243/2016, o “Novo Marco Legal da Inovação” (que alterou a Lei nº 10.973/2004, antiga “Lei da Inovação”), considera-se inovação: Art. 2º (...) IV – (...) [a] 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;

dos elementos que justificam a busca das startups por financiamento proveniente de fundos de *venture capital*.

Em linha, o Marco Legal das Startups (Projeto de Lei Complementar sob o nº 146/2019), aprovado por ambas as Casas do Congresso e em fase de aprovação de emendas na Câmara dos Deputados à época da escrita deste trabalho, também apresenta conceituação legal às empresas autodenominadas startups:

Art. 2º Considera-se startup a pessoa jurídica constituída em quaisquer das formas legalmente previstas, cujo objeto social principal seja o desenvolvimento de produtos ou serviços inovadores de base tecnológica com potencial de rápido crescimento de forma repetível e escalável.

Além dos elementos já destacados anteriormente, o Marco Legal das Startups reconhece a startup como negócio com “potencial de rápido crescimento de forma repetível e escalável”. Ademais, o projeto de lei, diferentemente da Lei Complementar nº 167/2019, estabelece critérios objetivos para a manutenção do reconhecimento de determinada empresa como startups, são estes: a empresa ter alcançado faturamento inferior a R\$ 16 milhões no exercício anterior e estar registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) há menos de dez anos. A recepção desses critérios pelo mercado brasileiro foi mista, como apontado em matéria do jornal Pequenas Empresas & Grandes Negócios, em que representantes de organizações gestoras de fundos e estudiosos, ao serem entrevistados, externaram opiniões diversas quanto a essa opção feita pelo texto legal³².

O Marco Legal das Startups também visa conferir proteção adicional aos fundos de *venture capital*, ao dispor que os investidores de empresas startups não responderão por qualquer dívida da empresa investida, inclusive em casos de desconsideração da personalidade jurídica, a despeito de possuírem participação societária e participarem dos processos decisórios da sociedade. O projeto de lei ainda se ocupou de elucidar outros conceitos já amplamente utilizados no mercado de investimentos em startups, tais como o de capital semente (*seed*

³² **O que realmente muda com o novo Marco Legal das Startups.** Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2020/12/o-que-realmente-muda-com-o-novo-marco-legal-das-startups.html>. Último acesso em 12/04/2021.

capital)³³, capital empreendedor (*venture capital*)³⁴, investidor-anjo³⁵, *private equity*³⁶, dentre outros.

Ante o exposto, considerando os aportes doutrinários e os dispositivos legais revisados (inclusive o projeto de lei do Marco Legal das Startups), considerar-se-á startup, para os fins deste trabalho, a empresa jovem, com foco no desenvolvimento de inovações de caráter incremental ou disruptivo, que possui grande potencial de crescimento e necessita de financiamento externo para desenvolver e expandir seu modelo de negócios.

I.3. OS PARALELOS E AS DISTINÇÕES ENTRE O MODELO DE *LIMITED PARTNERSHIP* ESTADUNIDENSE E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIPS) BRASILEIROS: UMA BREVE ANÁLISE DOS PRINCIPAIS ASPECTOS DE AMBAS AS MODALIDADES DE INVESTIMENTO

Como visto, a startup é empresa nascente que demanda financiamento externo para alcançar todo o seu potencial de crescimento. Não obstante, essas empresas consistem em negócios arriscados, os quais nem sempre serão bem-sucedidos. Por esse motivo, para incentivar os investidores a apostar nessa modalidade de investimento, é preciso limitar a responsabilidade desses em eventos de insucesso da empresa investida. Nesse espírito, surgiu nos Estados Unidos o modelo de *limited partnership*, no qual há duas figuras principais: o *general partner* (“GP”), profissional que se encarregará da gestão dos recursos financeiros aportados no fundo de investimentos, e os *limited partners* (LP’s), investidores que farão o aporte de recursos no fundo, em princípio, sem a pretensão de interferir na gestão dos recursos (CARVALHO, 2019)³⁷.

³³ Art. 3º (...) VIII - Seed capital (capital semente): investimento voltado para empresas de pequeno porte, inclusive pré-operacionais, em geral, com perfil inovador e tecnológico. Neste estágio, normalmente, a empresa já tem um produto definido e conta com alguns clientes, ainda que em caráter experimental. Muitas empresas nesse estágio estão atreladas a aceleradoras, incubadoras ou parques tecnológicos.

³⁴ Art. 3º (...) IX - Venture capital (capital empreendedor): investimento relacionado a micro, pequenas e médias empresas (MPME) novas, já operacionais e com grande potencial de crescimento estimado. São investimentos destinados a expandir a atuação da empresa e acelerar seu crescimento.

³⁵ Art. 3º (...) VI - Investimento-anjo: investimento transitório realizado por investidor-anjo em quotas ou ações das empresas que tratam esta lei.

³⁶ Art. 3º (...) X - Private equity: investimentos em empresas de grande porte, maduras e consolidadas, em operação a algum tempo e com faturamento significativo. Os fundos que operam nessa modalidade investem, geralmente, por meio de aquisições e fusões das empresas.

³⁷ CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações**, 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Entre o GP e os LP's é firmado um contrato de investimento, ou *limited partnership agreement*, em que as partes definem os direitos e obrigações de cada uma durante um período determinado, geralmente não superior a 10 anos, pelo qual perdurará a gestão dos recursos aportados. Esse período é chamado de “ciclo de investimento”. Nesse modelo, não há a constituição de uma estrutura corporativa ou ente personalizado, mas tão somente a celebração de contratos de investimento entre o GP e os LP's para exploração de atividade econômica determinada, qual seja, o investimento em empresas nascentes com alto potencial de crescimento. Importante ressaltar que, nessa estrutura, os LP's têm sua responsabilidade limitada ao valor dos aportes financeiros realizados no fundo, mas o GP pode ser responsabilizado de forma ilimitada pelo descumprimento de seus deveres fiduciários para com o fundo (SILVA, 2019). Essa é, talvez, a principal distinção do modelo brasileiro em relação ao estadunidense, haja vista que, como será demonstrado adiante, no Brasil, nem mesmo o gestor dos fundos assume responsabilidade ilimitada perante o fundo, os cotistas ou terceiros. A responsabilidade ilimitada em relação ao GP está presente em diversas jurisdições, como, por exemplo, no Reino Unido³⁸ e em Hong Kong³⁹.

O *limited partnership agreement* estabelece as obrigações fiduciárias do GP em relação ao fundo e seus cotistas e a obrigação dos cotistas dos fundos de cumprir com seu compromisso de subscrição. A relação é estruturada de modo a conferir amplos poderes ao GP para que este selecione os investimentos que julgar mais adequados ao aporte dos recursos do fundo, em troca de uma parcela fixa de remuneração, entendida como taxa de administração dos recursos financeiros e uma parcela variável, calculada de acordo com os rendimentos proporcionados ao fundo, também chamada de taxa de performance (ABDI, 2011).

O modelo estadunidense de *limited partnership* expandiu-se por todo o mundo, adquirindo contornos específicos em cada jurisdição em que foi adotado. No Brasil, tencionou-se proporcionar todos os elementos encontrados nos contratos de *limited partnership* por meio da regulamentação de Fundos de Investimento em Participação, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Conforme aponta a FGV e ABDI no 1º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital, no Brasil, até 1994, os investimentos de *venture capital* eram feitos mediante a constituição de holdings, isto é, empresas que tinham como atividades

³⁸ REINO UNIDO, 2017. **The Legislative Reform (Private Fund Limited Partnerships) Order 2017**. Disponível em: https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2017/514/pdfs/ukxi_20170514_en.pdf . Último acesso em 20/04/2020.

³⁹ HONG KONG, 2020. **Limited Partnership Fund Ordinance**. Disponível em: https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap637?xpid=ID_1595840878878_001 . Último acesso em 20/04/2021.

principais a realização de aportes e aquisição de participação societária em outras empresas⁴⁰. No âmbito da holding, o sócio administrador ou acionista controlador assumia o papel de gestor dos recursos aportados pelos demais sócios ou acionistas. Com a eventual alienação ou liquidação da participação societária da holding nas empresas investidas, os sócios e acionistas da holding obtinham o retorno financeiro pelos aportes realizados anteriormente.

Dentro da estrutura corporativa da holding, era possível eleger administradores e constituir demais órgãos fiscalização (conselho fiscal, tesouraria, etc.) para a gestão dos recursos aportados, além da preservação da assembleia de sócios ou acionistas como órgão deliberativo soberano no âmbito da empresa. Não obstante, a utilização da estrutura corporativa de holdings como veículo de investimentos em empresas nascentes e emergentes no Brasil provou-se insatisfatório em relação ao modelo de *limited partnership* dos Estados Unidos, não sendo capaz de proporcionar a segurança e eficiência desejada pelos investidores. Primeiramente, cumpre apontar que a utilização de uma holding como veículo de investimentos em *venture capital* privava os investidores da distinção própria do modelo estadunidense entre os deveres dos *limited partners* (investidor passivo que aporta recursos) e o do *general partner* (gestor dos recursos aportados), haja vista que ambas as partes integravam a sociedade holding como sócios ou acionistas adstritos à disciplina normativa do Código Civil e/ou da Lei das Sociedades Anônimas. Além disso, as holdings não estipulavam período de duração após o qual a sociedade seria dissolvida e os haveres apurados e distribuídos entre os sócios ou acionistas, sendo esse outro elemento característico dos contratos de *limited partnership* (ABDI, 2009).

Em 1994, a CVM instituiu os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE (Instrução CVM nº 20.928/1994) e, em 2003, os Fundos de Investimento em Participações – FIP (Instrução CVM nº 39.129/2003). A partir desses marcos regulatórios, a forma mais comum de investir capital de risco no Brasil passou a ser por meio de fundos de investimento em participação regulados pela CVM, os quais assumem a natureza jurídica de condomínio, devem ser registrados perante a CVM e inscritos no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ). Caracterizam-se pela comunhão de recursos dos cotistas do fundo para a aquisição de cotas sociais, ações ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis em participação societária das empresas investidas pelo fundo. Importante ressaltar, apesar da inscrição perante o CNPJ, os fundos de investimento são entes despersonalizados, isto é, não

⁴⁰ ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil. Disponível em: <<http://www.abdi.com.br/Estudo/PrivateEquityeVentureCenso.pdf>>. Último acesso: 12/04/2021.

são considerados pessoas jurídicas, apesar de concentrarem direitos e obrigações, como será visto adiante.

Posteriormente, em 2016, a CVM editou a Instrução Normativa CVM nº 578/2016, instituindo novas modalidades de FIPs, o FIP Capital Semente e o FIP Empresas Emergentes, destinados justamente à captação de recursos para investimentos em empresas nascentes e emergentes de caráter inovador, como são as startups. A Instrução Normativa também instituiu o FIP-IE (Infraestrutura) e o FIP-PD&I (Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação) ambos destinados a aportes em novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal; e, por fim, o FIP Multiestratégia, para todos aqueles investimentos que não se classifiquem nas demais categorias.

O FIP Capital Semente foi instituído como veículo de investimento para empresas em estágio inicial de desenvolvimento. Por esse motivo, delimitou-se que a empresa investida somente poderá receber aportes de fundos de capital semente quando não apresentar receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões nos últimos três exercícios sociais anteriores. Além disso, as empresas investidas não poderão ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões no exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP (Art. 15, da IN CVM nº 578/2016).

Restrições semelhantes são impostas às empresas que almejam receber aportes de FIPs Empresa Emergentes, as quais não poderão receber aportes desses fundos caso apresentem receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões nos últimos três exercícios sociais anteriores e também não poderão ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP (Art. 15, da IN CVM nº 578/2016).

O marco regulatório de 2016 ainda se ocupou de consolidar a disciplina de todas as últimas 16 Instruções Normativas a respeito dos FIPs editadas pela CVM ao longo dos últimos anos em único texto normativo. Desse modo, a Instrução Normativa nº 578/2016 contribuiu para a definição de novos contornos mais claros para o investimento de *venture capital* no Brasil na medida em que se ocupou de tratar da natureza jurídica dos fundos de investimento e elencar,

em especial, as finalidades dos FIPs (SILVA, 2019). Vejamos o que dispõe do artigo 5º da referida instrução normativa:

Art. 5º 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.

A natureza jurídica condominial atribuída aos FIPs ainda é objeto de crítica por parte de alguns autores (CARVALHO, 2019), porém os novos contornos oferecidos pela instrução normativa de 2016, juntamente com o advento da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874 de 2019), contribuíram para que a utilização dos FIPs como veículo de investimento em startups se aproximasse do modelo de *limited partnership* norte-americano. Ambas essas considerações serão exploradas a seguir.

Conforme estudado, os FIPs são uma comunhão de esforços para aquisição de participação societárias em empresas que atendam aos critérios delineados pela CVM, constituídos sob a forma de condomínio, os quais, por sua vez, são disciplinados pelo Código Civil (artigos 1.368-C a 1.368-F) e pela Instrução Normativa CVM nº 578/2016.

O Código Civil, em seus artigos 1.368-C a 1.368-F, acrescentados pela Declaração de Direitos da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), define os fundos de investimento em geral (e, portanto, não apenas os FIPs) como uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio de natureza especial. A lei foi salutar em alguns pontos, quais sejam, (i) a ratificação da competência institucional da CVM para regular os fundos de investimento⁴¹; (ii) o reconhecimento de que o fundo de investimento poderá estipular em seu regulamento a limitação da responsabilidade dos cotista dos fundos ao valor de suas cotas e a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviço do fundo (como será visto adiante, o fundo poderá contratar profissionais que não possuam cotas no fundo para exercer atividades relacionadas à administração do fundo)⁴², aliado ao reconhecimento dos fundos como centros de imputação

⁴¹ Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. (...) § 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

⁴² Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade.

de direitos e deveres⁴³; (iii) a possibilidade de o fundo de investimento emitir cotas de diferentes classes, segundo as quais os cotistas de cada classe desfrutarão de direitos e deveres distintos, sendo possível, ainda, segregar o patrimônio de cada classe (essa prerrogativa interessa aos fundos de investimento pois permite ao veículo receber cotistas de perfis e objetivos distintos ou realizar diversas rodadas de captação de recursos, em condições diferentes)⁴⁴; e (iv) por fim, a lei esclareceu que as disposições referentes aos condomínios em geral não se aplicam aos fundos de investimento.

Verifica-se, portanto, que caminharam bem o Legislador e a autoridade reguladora ao passo que estipularam modificações legislativas que visam a aproximar o ferramental jurídico brasileiro ao que se encontra em demais jurisdições orientadas e preparadas para o fomento de um mercado de financiamento de startups com recursos da classe “*venture capital*”, haja vista que, na estrutura atual, está assegurada a limitação de responsabilidade dos cotistas do fundo, elemento essencial e basilar dessa modalidade de investimentos que já expõe seus investidores a demasiado risco.

A despeito disso, remanescem críticas à natureza condominial dos fundos de investimento. Como apontado por CARVALHO (2019), os FIPs possuem diversas características que os aproximam das sociedades empresárias e os distanciam do condomínio civil, como, por exemplo, (i) a divisão do capital em cotas passíveis de serem transferidos a terceiros, (ii) regras quanto à obrigação dos cotistas de integralizar o capital social subscrito; (iii) processos decisórios internos, com a realização de assembleias de cotistas e a possibilidade de se instituir outros órgãos de administração; (iv) autonomia patrimonial e a capacidade de concentrarem direitos e obrigações, podendo, inclusive, litigar em causa própria, dentre outras⁴⁵.

Nessa esteira, o autor sugere que o mercado de financiamento de startups por *venture capital* estaria sendo privado de alguns benefícios que, possivelmente, poderiam ser aproveitados apenas se os FIPs dispusessem de estrutura corporativa semelhante à de sociedades comerciais, como, por exemplo (i) uma medida legal juridicamente viável para

⁴³ Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas (...).

⁴⁴ Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá (...) estabelecer: (...) III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

⁴⁵ O autor menciona, também, “(v) documentos constitutivos de caráter estatutário, especialmente o regulamento; (vi) apresentam denominação e registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; (...) (ix) podem registrar marcas em seu próprio nome no Instituto Nacional de Propriedade Intelectual – INPI.”

responsabilizar o fundo ou os cotistas do fundo por eventuais abuso de personalidade jurídica, como ocorre com o incidente de desconsideração da personalidade jurídica⁴⁶. Para o autor, se os fundos são entes despersonalizados, há insegurança jurídica quanto à viabilidade de se decretar a desconsideração de uma situação que nem sequer existe; (ii) a aplicação de regras concernentes ao poder de controle, elemento que pode ser de difícil identificação no contexto dos FIP; e (iii) a possibilidade de se ter acesso aos procedimentos de recuperação judicial e falência, previstos na Lei nº 11.101/2005, para a hipótese de eventual insolvência do FIP. Desde o advento da Declaração de Direitos da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), os FIPs estão sujeitos ao regime da declaração de insolvência civil⁴⁷, não possibilitando aos fundos a possibilidade de recuperação financeira para saldar dívidas de eventuais credores (CARVALHO, 2019).

A nosso ver, a preocupação quanto à classificação dos FIPs como condomínio fechado, nos termos da CVM; ou condomínio de natureza especial, nos termos da Lei nº 13.874/2019, é válida, pois, como demonstrado por CARVALHO (2019), há possibilidades que nosso ordenamento confere apenas às sociedades empresárias que poderiam aproveitadas pelos FIPs, considerando a natureza de exploração de atividade comercial que esses fundos podem assumir e, além disso, remanescem certas áreas cinzas no regime jurídico dos FIPs, em que há insegurança jurídica, como a incerteza quanto à responsabilização do fundo e dos cotistas por abusos de personalidade jurídica.

Não obstante, a natureza jurídica condominial dos FIPs não deve impedir a concretização dos objetivos dos agentes econômicos inseridos no mercado de financiamento de startups por *venture capital*, especialmente considerando as alterações normativas proporcionadas pela lei supramencionada e também as modificações propostas pelo Marco

⁴⁶ O Código Civil (Lei nº 10.406 de 2002), em seu artigo 50, estabelece que a desconsideração da personalidade jurídica ocorrerá quando restar comprovado o abuso da personalidade jurídica pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, permitindo que os sócios de determinada sociedade respondam por obrigações desta e vice-versa. O desvio de finalidade pode ser entendido como “a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza” e a confusão patrimonial como (i) o reiterado cumprimento de obrigações dos sócios pela empresa e vice-versa; (ii) a transferência de ativos ou passivos da sociedade sem efetivas contraprestações; e (iii) demais atos violadores da autonomia patrimonial. Além do preenchimento desses requisitos materiais, há também procedimento específico que deve ser seguido para que se decrete a desconsideração da personalidade jurídica no processo judicial, que encontra previsão no Código de Processo Civil (Lei nº 13.105/2015), artigos 133 a 137.

⁴⁷ A declaração de insolvência está prevista nos artigos 955 a 965 do Código Civil e nos artigos 748 e 753 do Código de Processo de 1973, o qual remanesce vigente com relação a esse instituto. Dá-se a insolvência toda vez que as dívidas excederem à importância dos bens do devedor. A declaração de insolvência do devedor produz o vencimento antecipado das suas dívidas; a arrecadação de todos os seus bens suscetíveis de penhora, quer os atuais, quer os adquiridos no curso do processo; e a execução por concurso universal dos seus credores.

Legal das Startups, haja vista que ambas as normas dispõem de forma clara a respeito da limitação da responsabilidade dos cotistas dos FIPs ao valor aportado por cada um desses, além de remanescer margem para futura regulamentação da CVM sobre o assunto. Entende-se, portanto, que não é estritamente necessário, para atender aos interesses do mercado de *venture capital*, repensar a disciplina dos FIPs para torná-los entes personalizados de natureza jurídica diversa de condomínio de natureza especial.

Além disso, observa-se que, com a exceção da responsabilização ilimitada do *general partner*, no modelo de *limited partnership*, o modelo brasileiro de financiamento de startups por meio de FIPs compartilha dos mesmos pressupostos e mecanismos do primeiro, como se depreende do quadro-resumo abaixo colacionado:

Tabela 1 – Quadro-resumo para comparação entre os modelos de *limited partnership* e de investimento por meio de FIPs brasileiros.

Modelo de <i>limited partnership</i>	Fundos de Investimento em Participações – FIP
Responsável pela gestão dos fundos	
<p>A gestão dos recursos captados pelo fundo fica à encargo do <i>general partner</i>, o qual selecionará quais startups receberão aportes dos fundos, geralmente, sem depender do aval dos investidores passivos, os <i>limited partners</i>, nos termos do que dispuser o <i>limited partnership agreement</i>.</p> <p>A administração do fundo poderá ser realizada por empresa especializada, hipótese na qual, geralmente, o <i>general partner</i> terá participação na referida empresa.</p>	<p>O fundo deverá nomear um administrador (pessoa jurídica autorizada pela CVM), o qual será responsável pelo conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente à manutenção do fundo.</p> <p>O administrador poderá delegar à organização especializada e credenciada junto à CVM a gestão dos recursos do fundo, como a seleção de oportunidades de investimento e o monitoramento dos recursos aportados, nos termos do regulamento do FIP.</p>
Instrumento pelo qual se regula a gestão do fundo	
<p>O <i>limited partnership agreement</i> regula todos os aspectos da relação entre <i>limited partners</i> e <i>general partner</i>, como a política de investimentos do fundo, as taxas de administração do fundo, as hipóteses de rescisão, dentre outras disposições que as partes desejarem incluir no instrumento.</p>	<p>O regulamento do FIP delineia a política de investimentos a ser adotada pelo fundo, com a indicação de quais ativos podem compor a carteira do fundo e esclarece os riscos desses ativos. O regulamento também estabelece as regras sobre a remuneração do administrador e do gestor, os direitos de voto dos cotistas, o prazo de duração do fundo, dentre outras.</p>
Limitação da responsabilidade dos cotistas do fundo	

Em ambos os modelos, há limitação de responsabilidade dos investidores passivos que aportam recursos no fundo. No modelo estadunidense, a limitação de responsabilidade decorre de previsão contratual estipulada no *limited partnership agreement*. No modelo brasileiro, a limitação decorre de previsão legal contida na Lei nº 13.874/2019, Declaração de Direitos da Liberdade Econômica.

Responsabilidade ilimitada dos gestores do fundo

No modelo estadunidense, o *general partner* assume responsabilidade ilimitada, podendo responder pessoalmente pelas dívidas contraídas pelo fundo de investimento.

No Brasil, não há norma que discipline a responsabilidade ilimitada do administrador ou gestor de fundos. Além disso, como apontado anteriormente, não há mecanismo de responsabilização do administrador ou gestor, do fundo ou de seus cotistas por eventuais abusos da personalidade jurídica dos fundos – caracterizados pela confusão patrimonial e desvio de finalidade, adotados os conceitos do art. 50 do Código Civil.

Fonte: Elaboração própria.

I.4. BREVE ANÁLISE DO PERFIL E DOS INTERESSES DOS GESTORES DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E SEUS COTISTAS: A LIQUIDAÇÃO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA COMO PRINCIPAL OBJETIVO DOS INVESTIDORES DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL

No tópico anterior, esclareceu-se de que forma o ordenamento jurídico brasileiro possibilita o financiamento de startups por veículos de investimento que captam e realizam aportes de recursos da classe *venture capital* (“capital de risco”, “capital empreendedor”, em português brasileiro). Nesta seção, as figuras dos gestores e cotistas dos fundos de *venture capital* serão analisadas com maior profundidade, visando a identificar as principais atribuições e interesses de cada um desses agentes.

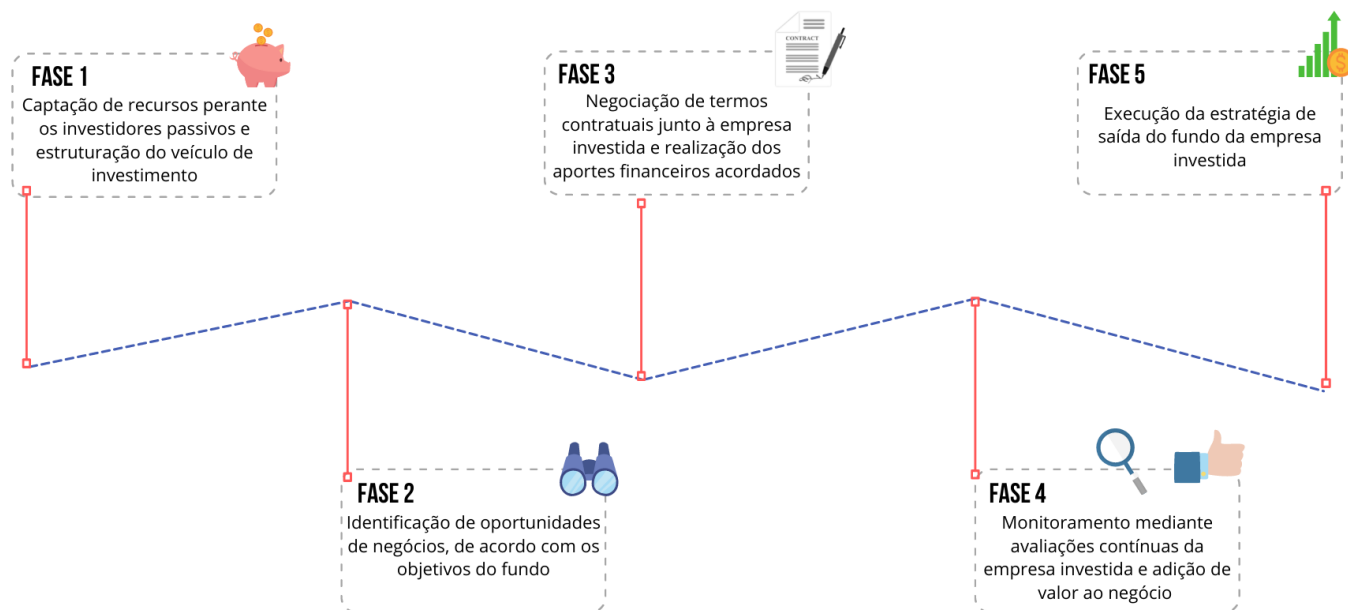
A Instrução Normativa CVM nº 578/2016 estabelece a figura do administrador, responsável pela constituição e funcionamento do fundo, além da divulgação de informações à CVM e ao mercado, quando couber. À administração do FIP — que, necessariamente, será exercida por organização credenciada perante a CVM — também caberá a contratação de auditores independente para escrituração de demonstrações contábeis dos fundos, elaborar relatório a respeito das operações e resultados fundo, fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo, dentre outras atribuições. O administrador poderá contratar gestor profissional para atuar na seleção das empresas a serem investidas pelo fundo e no monitoramento dos recursos aportados. Há, ainda, diversos outros prestadores de serviços que

poderão ser contratados pela administração do fundo para o desempenho de funções eminentemente administrativas (custodiante, tesoureiro, auditor) ou funções relacionadas à atividade-fim do FIP, como consultores de investimentos.

Não cabe neste estudo análise pormenorizada a respeito do funcionamento de um FIP, motivo pelo qual nos limitaremos a elencar os aspectos gerais desse veículo de investimento que dialogam com o financiamento de startups e, neste capítulo, a investigar, de modo geral, os objetivos e interesses dos gestores dos fundos. Nesse tocante, importante ressaltar que sempre este trabalho mencionará as “organizações especializadas na gestão dos fundos” ou os “gestores dos fundos” estará se referindo conjuntamente ao administrador e ao gestor de recursos. Isso, porque, nos termos da Instrução Normativa CVM nº 578/2016, ambos esses agentes são responsáveis pela representação do FIP na negociação de aportes financeiros em startups e compartilham do mesmo objetivo geral: captar recursos de investidores passivos e realizar investimentos em empresas promissoras, com a aquisição de cotas sociais ou ações na sociedade investida ou títulos conversíveis em participação societária, com a expectativa de proporcionar aos investidores alta rentabilidade sobre os valores aportados na ocasião da venda da participação adquirida.

Conforme apontado pela ABDI (2009), o ciclo de atuação do fundo de investimento pode ser dividido em cinco grandes fases: (1) captação de recursos perante os investidores passivos e estruturação do veículo de investimento; (2) identificação de oportunidades de negócios, de acordo com os objetivos do fundo; (3) execução dos investimentos mediante negociação de termos contratuais junto à empresa investida e realização dos aportes financeiros acordados; (4) monitoramento dos recursos aportados mediante avaliações contínuas dos resultados obtidos pela empresa investida e adição de valor ao negócio (*smart money*, conceito que será explorado adiante); (5) execução da estratégia de saída do fundo da empresa investida, ou “desinvestimento”. A figura abaixo resume a cronologia do processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento:

Figura 5 – Processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento



Fonte: ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil. O desenho da linha do tempo foi elaborado por este autor, os ícones utilizados em cada fase foram obtidos na plataforma Canva (www.canva.com/) e são livres de direitos autorais.

A respeito da fase de captação de recursos (Fase 1), não abordaremos as diferentes estratégias que podem ser perseguidas pelos gestores de fundos para a atração de investidores. Limitaremos-nos a tratar do perfil dos investidores dos fundos, visando a identificar seus objetivos com esse tipo de investimento. Conforme apontado por KUPOR (2019), os investidores em fundos de *venture capital* geralmente dispõem de abundantes recursos financeiros e possuem carteira de investimentos diversificada (ou seja, investem em diferentes classes de investimentos: tesouro direto, ações comercializadas na bolsa de valores, participação em outras empresas, fundos imobiliários, etc.), geralmente com apoio de gestores e/ou consultores profissionais. Nesse sentido, o investimento em *venture capital* costuma ser mais uma opção perseguida pelo investidor dentro de um portfólio de investimentos. Ao financiarem empresas de caráter inovador com alto potencial de crescimento, mas também com altas chances de insucesso, os investidores escolhem apostar em um ativo de baixa liquidez, alto risco e com a perspectiva de retornos financeiros acima da média. Como visto anteriormente, nos Estados Unidos, entre 2009 e 2018, apenas 5% dos investimentos em *venture capital* gerou retorno entre 10 e 20 vezes ou acima de 20 vezes o valor investido.

Desse modo, diversos são os investidores que se aventuram nesse mercado, como, por exemplo, fundos de doações a universidades e outras instituições de ensino (mais comuns nos

Estados Unidos); fundações diversas; fundos de pensão e previdência privada; *family offices* ou holdings familiares (isto é, estruturas corporativas cujo objetivo é a administração dos recursos de uma família abastada); fundos soberanos ou fundos de investimento públicos (organizações que administram recursos de uma nação, como, por exemplo, os fundos de Cingapura e da Arábia Saudita); seguradoras, ou investidores individuais com abundância de recursos (KUPOR, 2019).

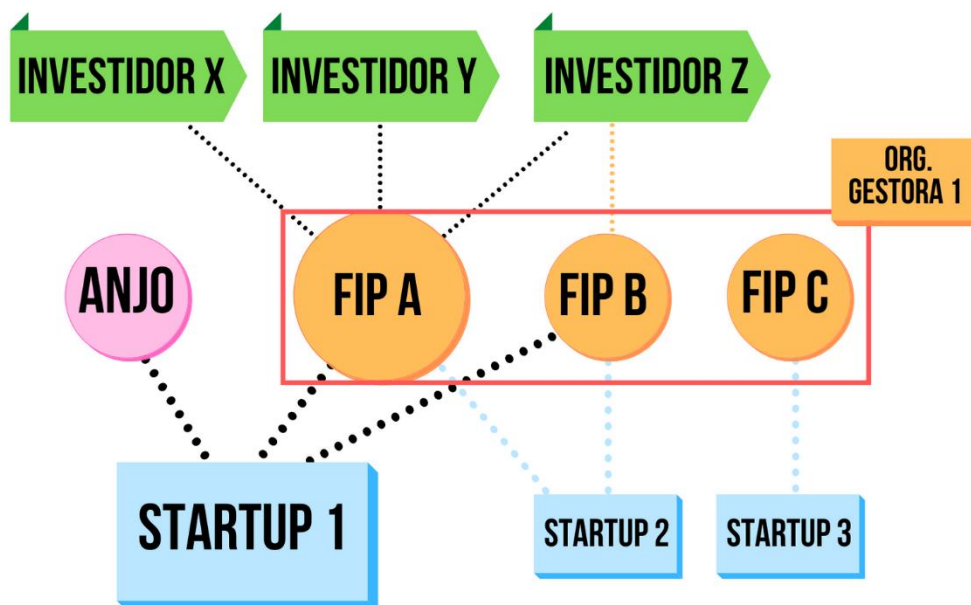
Importante ressaltar que, de acordo com a Instrução Normativa CVM nº 578/2016, somente podem investir em FIPs os investidores qualificados, os quais, nos termos da Instrução Normativa CVM nº 554/2014, são: (i) os investidores profissionais (como bancos, seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, outros fundos de investimento e administradores, analistas e consultores credenciados pela CVM); (ii) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM; e (iv) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um mais cotistas que sejam investidores qualificados. Nos Estados Unidos, restrição semelhante é imposta ao investidores, sendo necessário ser um “*accredited investor*” (mais de US\$ 1 milhão em patrimônio e renda anual de US\$ 200 mil) para realizar esse tipo de investimento (KUPOR, 2019).

No Brasil e nos Estados Unidos, a remuneração dos gestores de fundos de *venture capital* costuma ser composta de uma parcela fixa e outra variável. A primeira diz respeito à taxa de administração do fundo, equivalente a um percentual baixo (de 1% a 3%) da totalidade dos recursos investidos no fundo, geralmente cobrada anualmente. Já a parcela variável diz respeito à participação do gestor sobre os resultados dos investimentos realizados e administrados, geralmente equivalente a 20% do retorno obtido no investimento (SILVA, 2019). Por esse motivo, é fundamental para os gestores de fundos de *venture capital* maximizar a rentabilidade proporcionada aos seus cotistas, afinal, serão remunerados sobre a rentabilidade proporcionada.

Cumpramos ressaltar que um mesmo fundo de investimento poderá investir em startups diversas, as quais poderão ser financiadas por mais de um fundo de investimento ou outros agentes econômicos interessados. Além disso, uma organização gestora de fundos poderá administrar mais de um fundo de investimento. Na figura abaixo, ilustra-se uma possível conformação de investimentos em *venture capital*, em que a Startup 1 recebe aportes de capital

de dois fundos de investimento distintos, FIP A e FIP B, além de recursos de investidor-anjo. O FIP A, por sua vez, tem como cotistas os investidores passivos X, Y e Z e também aportou recursos do fundo na Startup 2. A Organização Gestora 1 é responsável pela administração e seleção de oportunidades de investimento dos FIPs A, B e C:

Figura 6 – Possível estrutura de investimentos em *venture capital*.



Fonte: Elaboração própria.

Com relação à Fase 2, de identificação e seleção de empresas investidas, estudos da FGV, em 2005 e 2011, apontaram que o processo seletivo para recebimento de investimentos de *venture capital* no Brasil é bem rigoroso. Em consulta realizada junto a 88 organizações gestoras de recursos de *venture capital* (60% do universo de organizações brasileiras, à época do estudo), aferiu-se que apenas 43% das propostas de financiamento recebidas são analisadas pelas organizações gestoras, 2% das propostas são submetidas à análise profunda (*due diligence*) e apenas 1% das empresas proponentes recebem os aportes financeiros almejados.

Geralmente, os fundos de *venture capital* operam no sistema de *blind pool*, isto é, os investidores adotam postura passiva em relação à gestão dos recursos aportados, a qual é confiada inteiramente aos gestores do fundo, de forma que são estes últimos que selecionam as empresas aptas a receber aportes do fundo (ABDI, 2009). No Brasil, a CVM prevê a possibilidade de o fundo estabelecer conselhos consultivos, comitê de investimentos, comitê técnicos, além da assembleia geral de cotistas. É possível, ainda, a realização de acordos de

cotistas ou estabelecer limites à atuação dos gestores do fundo no próprio regulamento do FIP. Desse modo, pode-se dizer que o nível de participação dos cotistas nos processos decisórios do FIP é ajustável de acordo com os interesses da partes (CARVALHO, 2019).

Após a negociação dos termos contratuais (Fase 3) pelos quais os fundos de *venture capital* se comprometerão a realizar aportes financeiros de determinado valor, em determinada periodicidade, em troca de títulos conversíveis em participação societária na empresa investida, chega-se à Fase 4, referente ao monitoramento dos recursos aportados pelo fundo e à adição de valor ao negócio investido.

Em seu processo de financiamento, frequentemente, a startup buscará não apenas o capital proporcionado pelos fundos de *venture capital*, mas também vantagens diversas associadas à organização gestora do fundo e seus profissionais, que, por serem investidores experientes e especializados, geralmente serão capazes de prover, além de recursos financeiros, parcerias estratégicas (*networking*), direcionamento profissional, valores individuais, novas ideias, dentre outras formas de assessoramento. Essa mescla de aportes financeiros com assessoramento negocial é chamado de *smart money* (CUMMING; JOHAN, 2009)⁴⁸. A participação dos gestores do fundo nos processos decisórios e na definição de estratégias de mercado das startups pode ser fundamental para que o negócio investido se desenvolva de maneira eficaz e saudável, com a correta aplicação dos recursos investidos (CARVALHO, 2019). A título de exemplo, após receber um aporte financeiro vultuoso, em quantia até então jamais antes vistas pelo time fundador da startup, é possível que a empresa incorra em gastos desnecessários, como a contratação excessiva de pessoal, por exemplo. A organização gestora Além disso, a participação efetiva dos gestores dos fundos nos processos internos da startup investida pode contribuir para a redução da assimetria informacional entre a startup, os gestores do fundo e os investidores passivos do fundo, o que, por sua vez, pode levar a uma incorreta avaliação do desempenho da empresa investida, que pode resultar no insucesso do empreendimento (SILVA, 2014)⁴⁹.

KUPOR (2019) aponta que, enquanto um empreendedor raramente conseguirá obter mais de uma oportunidade de financiamento proveniente de fundos de *venture capital* em sua

⁴⁸ CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Amsterdam: Elsevier, 2009.

⁴⁹ SILVA, Fernando César Nimer Moreira da; SZTAJN, Raquel. **Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-162731/pt-br.php>. Último acesso em 12/04/2021.

carreira (considerando a baixa taxa de conversão de propostas de financiamento em projetos efetivamente financiados), há grandes chances de o fundo, ou os profissionais envolvidos na gestão do fundo, já terem participado ou estarem participando do processo de financiamento de outras startups. Além disso, muitos profissionais envolvidos com a gestão de recursos de fundos de *venture capital* têm a seu favor um histórico bem sucedido no ramo empresarial, de modo que possuem conhecimento agregado que pode ser repassado ao time fundador da startup. MARTINS NETO (2017)⁵⁰ aduz que os gestores dos fundos devem sempre buscar agregar valor às startups, de forma a maximizar os resultados da empresa investida e, como consequência, alavancar a rentabilidade do investimento como um todo, haja vista que é do interesse de todos os agentes envolvidos que a startup atinja a etapa de desinvestimento com o maior valor de mercado possível, proporcionando maiores ganhos a todos aqueles que desejem se desfazer de suas cotas e ações após a conclusão do processo de financiamento.

I.5. A EXECUÇÃO DA ESTRATÉGIA DE SAÍDA DO FUNDO DE VENTURE CAPITAL COMO PRINCIPAL FASE DO PROCESSO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS

A execução da estratégia de saída (ou “desinvestimento”) do fundo da empresa investida é a última fase do processo de financiamento das startups (Fase 5). Geralmente, uma estratégia de saída bem definida e executada é o que define o sucesso do processo de financiamento da startup.

Existem diversos mecanismos de saída do fundo da empresa investida. Como apontado por SILVA (2019), são exemplos de estratégias de saída: (i) a venda estratégica da startup à outra empresa (*trade sale*); (ii) a abertura de capital em bolsa de valores mediante oferta pública inicial de ações (*initial public offering - IPO*); (iii) a venda de participação societária de um investidor a outro (*secondary sale*); (iv) a recompra de participação societária pelo time fundador da startup (*buyback*); e (v) a liquidação da participação societária de um dos investidores (*write-off*).

Geralmente, entende-se que as duas primeiras estratégias, a venda estratégica (i) e a abertura de capital (ii), são executadas em cenários de sucesso do processo de financiamento da startup, ao final do qual a empresa investida se encontra em estágio maduro, com modelo de negócios testado e provado bem sucedido no mercado e geração de receita e lucros líquidos

⁵⁰ MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 62.

anualmente. Já as duas últimas opções, a recompra de participação societária pela própria empresa (iv) e a liquidação das cotas sociais ou ações da empresa, estão associadas a cenários de fracasso do empreendimento, em que um ou mais investidores desejam não mais participar do negócio (v) (SILVA, 2019). Existe a hipótese de a recompra de cotas ou ações pela empresa (*buyback*) decorrer de um cenário em que essa possua elevado fluxo de caixa ou reserva estratégica e algum investidor satisfeito com os ganhos obtidos até então opte por sua saída, não se tratando de fracasso da empresa (ABDI, 2011)⁵¹. Esse é um cenário possível, embora improvável, pois, como já aduzido, durante os estágios de maturação da startup, o foco costuma ser a expansão do negócio e não o acúmulo de recursos em caixa.

Por fim, a venda de participação societária entre investidores, ou *secondary sale* (iii), não está necessariamente associada a um cenário de sucesso ou de fracasso, uma vez que operações de compra e venda entre investidores poderão ocorrer por diversas razões e a saída (ou diminuição da participação) de um investidor para aumento da participação de outro pode ter seus benefícios para a empresa investida. Em todo caso, a venda entre sócios ou acionistas da startup deverá ser regulada no contrato social ou estatuto social da startup. Há cláusulas que podem mitigar ou ao menos balizar as hipóteses de *secondary sales* no âmbito da startup, como, por exemplo, cláusula que determine a necessidade de se obter aval da empresa para que a operação se concretize ou cláusula que estipule o direito de preferência de alguns sócios ou da própria sociedade para aquisição de cotas ou ações negociadas internamente (KUPOR, 2019).

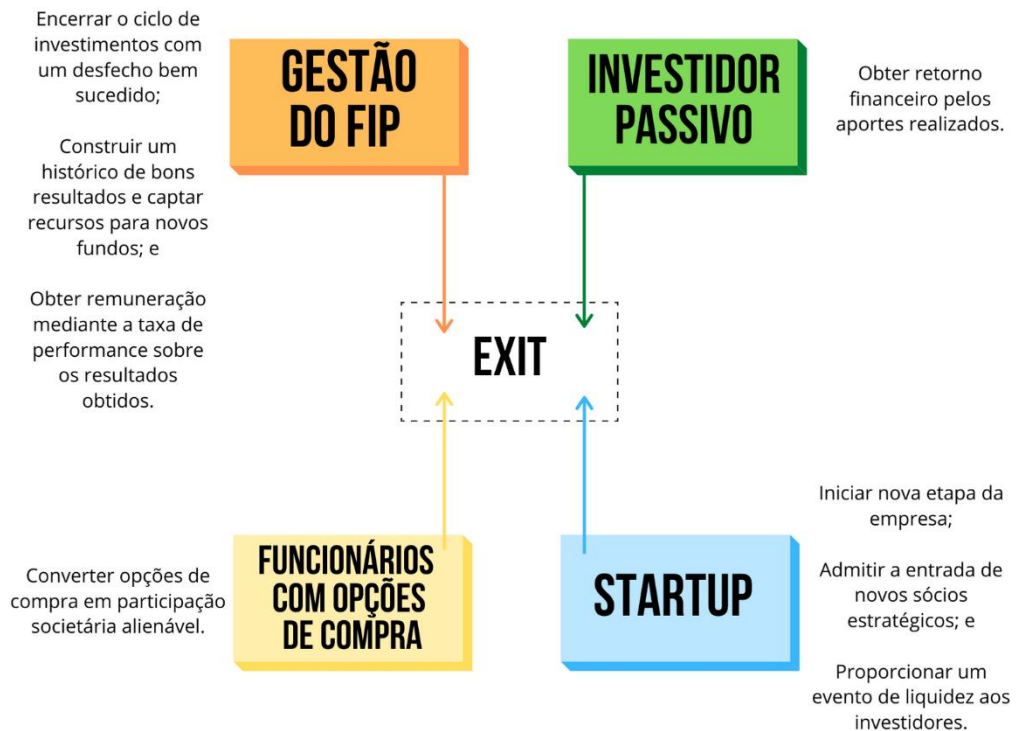
Conforme aduzido ao longo deste primeiro capítulo, há diversos agentes envolvidos no processo de financiamento de uma startup e todos têm como objetivo comum que a startup se desenvolva de forma plena e eficaz, como consequência, aumentando exponencialmente seu valor de mercado, que implica valorização dos ativos detidos por seus investidores. Nessa esteira, a concretização de alguns dos objetivos dos agentes envolvidos no financiamento da startup depende da ocorrência de um evento de liquidez proporcionado pela venda da participação societária detida pelos fundos de *venture capital*.

Com o atingimento de um estágio maduro, a diretoria executiva da startup (podendo essa ser composta por membros do time fundador, fundos de *venture capital*, investidores diversos) passa a sofrer pressões internas pela criação de um evento de liquidez (POLLMAN, 2019). Conforme ilustrado no modelo abaixo, os diversos agentes envolvidos no processo de

⁵¹ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.** / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

financiamento da startup terão motivações distintas rumo à concretização do mesmo objetivo, a execução de uma estratégia de saída (em inglês, *exit strategy*):

Figura 7 – Objetivos alcançáveis apenas mediante a execução da estratégia de desinvestimento do fundo na startup



Fonte: Elaboração própria.

Para a startup, a saída de fundos de investimento, investidores-anjo, funcionários que foram contemplados com opções de compra durante sua trajetória e a consequente entrada de novos sócios pode significar o começo de uma nova etapa para os sócios que permanecerão na empresa. Quanto às organizações gestoras do fundo de *venture capital*, além da remuneração obtida a título de taxa de performance (geralmente, equivalente a 20% sobre o resultado obtido pelo fundo), a execução de uma estratégia de saída bem sucedida contribuirá para a construção de um histórico positivo (*track record*) e do reconhecimento da organização no mercado de *venture capital*, culminando com a constituição e captação de recursos para novos fundos de investimento.

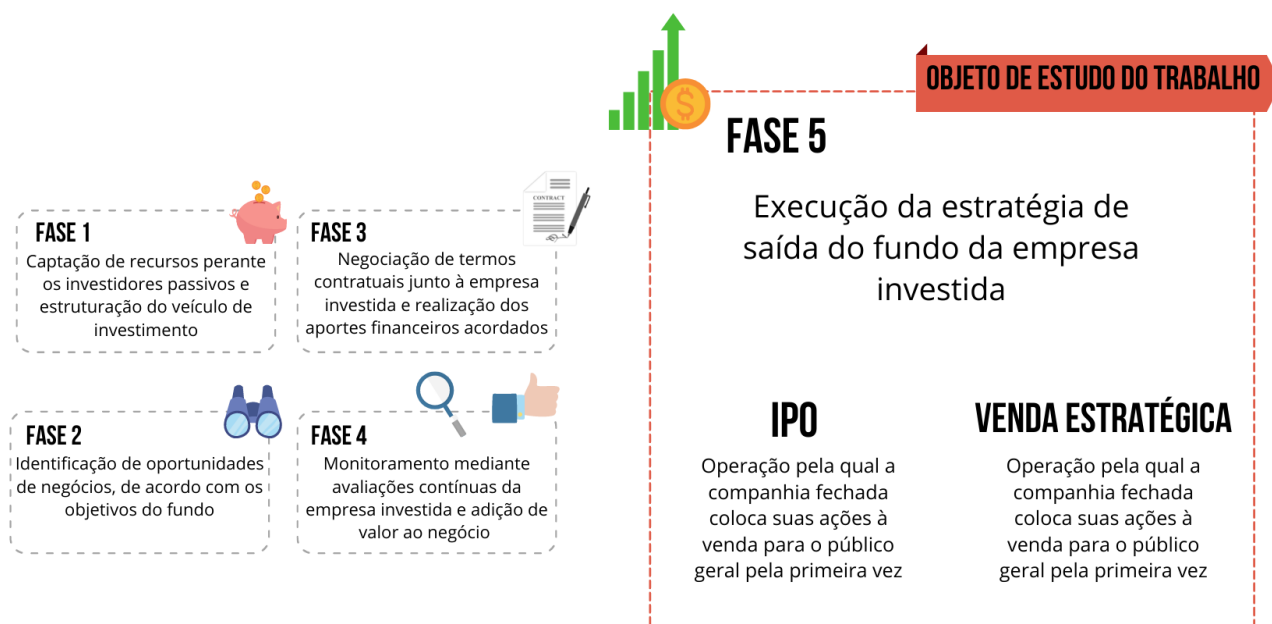
Como apontado por KUPOR (2019), no mercado de *venture capital*, ocorre o fenômeno chamado *positive signaling*, em tradução livre, sinalização positiva, que consiste na ideia de que as organizações gestoras que foram bem sucedidas no passado continuarão obtendo

resultados positivos aos seus investidores. O investidor passivo, cotista do fundo de *venture capital*, participará dos resultados do investimento, na proporção de suas cotas. Além disso, alguns funcionários da startup remunerados com opções de compra ao longo do processo de financiamento da empresa, geralmente, somente poderão exercer esse direito ante um evento de liquidez.

Verifica-se, portanto, que os agentes econômicos envolvidos no processo de financiamento de uma startup convergem seus esforços rumo à concretização de um mesmo objetivo: a execução de uma estratégia de saída dos investidores (Fase 5). Assim, o fenômeno da venda “em massa” de startups a empresas já estabelecidas no mesmo mercado em que atuam ou atuariam as startups pode ocorrer mais em função da dinâmica do mercado de financiamento de startups do que por uma série de supostas condutas anticompetitivas realizadas pelas grandes companhias. Nessa esteira, observou-se, ainda, que há diversas vias para a realização do desinvestimento da startup, sendo duas as que expressam sinalização positiva ao mercado: a abertura de capital e consequente negociação de ações da companhia na bolsa de valores e a venda estratégica à empresa interessada em incorporar a startup.

No próximo capítulo, será estudada a fase final do processo de financiamento de uma startup, a execução da estratégia de saída (ou apenas “saída”, “exit”, “desinvestimento”), Fase 5 no esquema abaixo:

Figura 8 – Fases do processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento, com enfoque no objeto de estudo do trabalho.



Fonte: Elaboração própria, com base na classificação vista em: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil. O desenho do esquema foi feito por este autor, os ícones utilizados em cada fase foram obtidos na plataforma Canva (www.canva.com/) e são livres de direitos autorais.

Nesse contexto, será investigado se a venda estratégica (*trade sale*) tem sido a opção de saída privilegiada em detrimento de outras, principalmente da oferta pública inicial de ações (IPO) em por quais motivos se daria essa preferência.

II. A RELAÇÃO ENTRE O MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR VENTURE CAPITAL E A CONCENTRAÇÃO ECONÔMICA NOS MERCADOS DIGITAIS

II.1. POR QUE AS STARTUPS QUEREM VENDER? – A VENDA ESTRATÉGICA (*TRADE SALE*) COMO MECANISMO DE DESINVESTIMENTO MAIS ALINHADO AOS INTERESSES DOS AGENTES ECONÔMICOS DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL

Como visto no capítulo anterior, para o investidor, o processo de financiamento de uma startup alcança um desfecho com a ocorrência de um evento de liquidez em que o investidor poderá liquidar sua participação societária na empresa. Em cenários favoráveis, o investidor venderá suas ações ou quotas na empresa por valor muito superior àquele pago nas etapas de financiamento da startup, alcançando, em casos bem sucedidos, lucro equivalente a 10, 20, 50 vezes o valor investido. Foi evidenciado, também, que, com o objetivo de tornar o mercado de financiamento de startups atrativo para os investidores, os agentes econômicos envolvidos nas diversas etapas do processo de financiamento, de modo geral, direcionam seus esforços à geração de um evento de liquidez para os investidores, proporcionando a saída desses últimos do investimento. Desse modo, o mercado de startups vem utilizando o termo “estratégia de saída” (*exit strategy*) para se referir ao conjunto de estratégias adotadas pela empresa investida para proporcionar um evento de liquidez aos seus investidores.

Como será visto adiante, no processo de financiamento de startups, não é incomum a uma startup ser indagada a respeito de sua estratégia de saída logo na primeira oportunidade de contato entre a empresa e investidores, o que denota a importância dessa etapa para os potenciais investidores da startup. Em linha, aceleradoras, incubadoras e fundos de investimento divulgam ao mercado o número de saídas (*exits*) de startups que financiaram, como forma de sinalização positiva, afinal, acredita-se que a saída é um desfecho positivo para o investidor, supõe-se que o investidor não deixaria a empresa sem a perspectiva de lucrar com a venda de sua participação, ou seja, a saída deliberada do investidor tem como pressuposto o crescimento da empresa investida.

Considerando esse cenário, neste capítulo, serão estudadas as duas estratégias de saída historicamente mais comumente utilizadas pelas startups, a abertura de capital e a venda estratégica, com o objetivo de identificar os pontos vantajosos e desvantajosos aos agentes econômicos do mercado em cada uma dessas.

A abertura de capital, em sua nomenclatura mais técnica, consiste na oferta pública inicial de distribuição de valores mobiliários, operação pela qual a companhia fechada coloca suas ações à venda para o público geral pela primeira vez (EIZIRIK, 2019). No ambiente de negócios brasileiro, geralmente se utiliza a sigla IPO (*initial public offering*), importada dos Estados Unidos, para tratar desse tipo de operação. A oferta pública de valores mobiliários, em regra, deve ser registrada junto ao órgão competente, no caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia. Adiante, serão examinados alguns dos requisitos regulatórios para o registro de oferta pública de ações.

Já a venda estratégica, para os objetivos deste trabalho, deverá ser considerada a operação de venda total ou parcial das quotas sociais ou ações de uma empresa a outra, que, por sua vez, passará a exercer controle sobre a empresa vendedora. Com essa delimitação, busca-se capturar apenas os casos em que a vendedora passa a ter seus rumos ditados pela compradora, que poderá utilizar dos recursos da empresa adquirida para investir em seus produtos e serviços ou descontinuar as atividades da primeira — não sendo relevantes, para os objetivos do trabalho, os casos em que uma companhia adquire participação minoritária em outra.

Este trabalho parte do pressuposto de que a abertura de capital vem perdendo destaque em relação à venda estratégica nos últimos anos, o que poderá resultar em um maior número de startups sendo vendidas a empresas em posição dominante em detrimento da manutenção de suas atividades de forma independente. Essa conjuntura, por sua vez, poderá contribuir para a concentração econômica nos mercados digitais. Serão investigados, então, os motivos pelos quais uma parcela significativa das startups busca ser comprada por outras empresas e não prosseguir com suas operações de forma independente.

Para a investigação a respeito da estratégia de saída preferida pelas startups, serão consideradas pesquisas anteriores que examinaram dados sobre as operações ocorridas nos mercados de financiamento de startups brasileiro (II.1.1. e II.1.2.) e estadunidense (II.1.3), bem como as opiniões e intenções dos agentes econômicos atuantes nesses mercados. Nesse sentido, em nível nacional, foram aproveitados os insumos dos trabalhos de RIBEIRO e ALMEIDA (2005), SILVA (2019), além dos resultados do 1º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital da FGV (2005) e de relatório da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) em parceria com a KPMG do ano de 2019⁵². Em nível

⁵² ABVCAP e KPMG. Consolidação de Dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. 2019.

internacional, com foco no cenário estadunidense, foram considerados os resultados apontados pelas pesquisas de GOMPERS (2016)⁵³ e MCCREARY e LEMLEY (2020)⁵⁴.

Ainda neste capítulo, será investigado o *corporate venture capital* (II.2.), que consiste na criação de divisões especializadas dentro de companhias já estabelecidas para realizar investimentos em inovação por meio da aquisição de participação societária em startups inseridas no mesmo mercado em que atua empresa investidora, ou, ao menos para promover a aproximação entre as startups e a empresa investidora.

II.2. A VENDA ESTRATÉGICA (*TRADE SALE*) COMO O MECANISMO DE DESINVESTIMENTO PREFERIDO PELO MERCADO DE VENTURE CAPITAL BRASILEIRO.

De acordo com 1º Censo da FGV, das 183 saídas de negócios que receberam aportes de *venture capital* ou *private equity* realizadas entre os anos de 1999 e 2004 no Brasil, apenas 9 ocorreram pela via da abertura de capital, correspondendo a 4,9% do total de saídas de negócios investigadas. A venda estratégica (*trade sale*), por sua vez, predominou como forma de saída mais praticada, tendo ocorrido 52 vezes, correspondendo a 28,4% do total de saídas. Ademais, caso sejam desconsiderados os eventos que o estudo entende como “saídas parciais”, isto é, aquelas em que o investidor aliena apenas uma parte de sua participação na empresa investida, a saída por venda estratégica (*trade sale*) corresponderia a 33,5% do total de 155 saídas apuradas.

Em sentido semelhante, RIBEIRO e ALMEIDA (2005), ao consultarem 18 empresas gestoras de investimentos atuantes no mercado de *venture capital* brasileiro a respeito de suas atividades durante os anos de 1995 e 2002, identificaram preferência dos investidores brasileiros pela saída via venda estratégica (*trade sale*), muito embora na referida pesquisa a abertura de capital (*IPO*) tenha apresentado resultados mais competitivos — 61% dos investidores apresentaram preferência absoluta pela venda estratégica e 39% pela abertura de capital. Não obstante, apesar de as gestoras de investimento consultadas reconhecerem os benefícios do *IPO* como mecanismo de saída, na prática, nenhuma das 18 entrevistadas realizou

⁵³ GOMPERS, P. A. et al. **How do venture capitalists make decisions?** *Journal of Financial Economics*, v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020.

⁵⁴ MCCREARY, Andrew; LEMLEY, Mark. A.. **An Exit Strategy**, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3506919>. Acesso em Maio de 2021.

sequer uma saída pela via da abertura de capital naquele intervalo de tempo. A venda estratégica, por sua vez, corresponde ao mecanismo adotado em 66,7% das ocorrências de saída informadas, dividindo espaço com eventos de recompra de ativos pela empresa (*buyback*), vendas a novos investidores (*secondary sales*) e a liquidação de ativos (*write-off*).

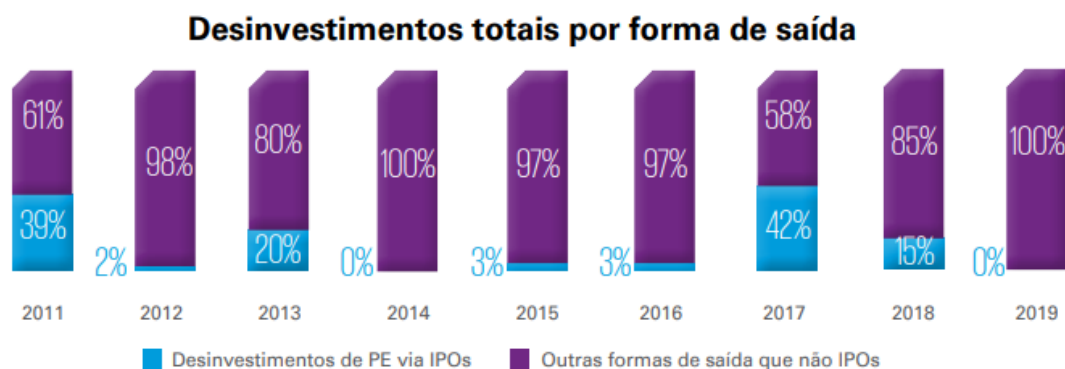
Dentre as justificativas apresentadas pelos investidores consultados no estudo de RIBEIRO e ALMEIDA (2005), destaca-se a preferência pela venda estratégica em razão de esse mecanismo proporcionar aos investidores mais rapidez na saída do negócio, uma vez que a abertura de capital demanda o cumprimento de diversas etapas preparatórias que antecedem a venda dos ativos ao público geral, em especial, o cumprimento de normas regulatórias da CVM e a contratação de profissionais diversos (auditores, advogados, instituição *underwriter*), o que eleva os custos da operação, como será visto adiante. Além disso, na venda estratégica, os investidores não se sujeitam ao cumprimento de um período de *lockup*, em que ficam impedidos de alienar seus ativos societários logo após a abertura de capital, sendo essa uma prática do mercado de capitais para reduzir a assimetria informacional entre os investidores antigos e aqueles que ingressarem após a venda dos ativos na Bolsa de Valores. Por fim, a venda estratégica, de modo geral, não se sujeita à volatilidade do mercado de capitais, haja vista o preço da compra e venda dos ativos ser negociada unicamente pelas partes envolvidas na operação, a despeito da opinião do público geral sobre determinada empresa.

Por outro lado, os investidores consultados também apontaram que a saída por IPO é a forma preferível quando o objetivo for o de postergar a venda dos ativos diante da expectativa de obter preço superior pelas ações da companhia na Bolsa de Valores em oportunidade futura. Além disso, na saída pela via da abertura de capital, o time fundador geralmente se mantém no controle da empresa e terá como propósito expandir os negócios ou consolidar a companhia no mercado (RIBEIRO e ALMEIDA, 2005).

Na mesma direção, estudo mais recente conduzido pela Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) em parceria com a KPMG, rede global de firmas de auditoria contábil e assessoria tributária, foi identificado que as saídas via oferta pública inicial de ações são a minoria. O relatório consolida dados de 2011 a 2019 da indústria de *private equity* e *venture capital* brasileira. Segundo o estudo, em 2011 e em 2017, o número de saídas via abertura de capital assumiu proporção acima da média para o período considerado na pesquisa. Naqueles anos, respectivamente, o número de desinvestimentos via IPO capturados pelo relatório corresponderam a 39% e 42% do total de desinvestimentos ocorridos. Nos outros

anos, de 2012 a 2016 e de 2018 a 2019, as saídas via abertura de capital não chegaram a representar mais do que 20% do total de eventos analisados em nenhum dos anos considerados:

Figura 9 – Eventos de desinvestimento em empresas brasileiras financiadas com recursos de venture capital entre 2011 e 2019.



Fonte: ABVCAP e KPMG. Consolidação de Dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. 2019.

O estudo visa a fornecer, em suas próprias palavras, uma visão geral dos investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil no período de 2011 a 2019 (ABVCAP, 2019, p. 4). Para tanto, foram considerados os dados do FIPData⁵⁵, as informações reportadas por 208 instituições gestoras nacionais e estrangeiras e informações públicas obtidas em diversas fontes.

Importante ressaltar que o relatório, por vezes, apresenta resultados referentes apenas aos investimentos feitos na modalidade de *private equity*. Em outros tópicos, aborda apenas as informações relativas aos investimentos feitos na modalidade de *venture capital*. Por fim, há outras situações em que o relatório traz informações sobre os investimentos ocorridos nas modalidades de *private equity* e *venture capital* em conjunto, não se ocupando de tecer explicação sobre o que diferencia ambas as modalidades. No gráfico em barras acima, por exemplo, é mencionado na legenda da figura que a porcentagem em azul diz respeito aos desinvestimentos da modalidade *private equity* via IPO. Portanto, não é possível saber se casos de investimento na modalidade *venture capital* estão abrangidos pelo gráfico ou se apenas não houve abertura de capital por empresa financiada por recursos de *venture capital*.

⁵⁵ O FIPData é um sistema de banco de dados elaborado pela ABVCAP juntamente com a ANBIMA para que aderentes ao Código ABVCAP-ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas e outros participantes da indústria reportem dados sobre suas operações.

Conforme visto no capítulo anterior, o termo *private equity* é utilizado para o contexto de realização de aportes em empresas amadurecidas, que visam unicamente à expansão do negócio, implicando menor envolvimento do investidor na empresa. Já o termo *venture capital* diz respeito aos aportes financeiros em empresas em estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento, nos quais ainda pode ser necessária a realização de experimentos de validação e aprimoramento do produto e se espera certo grau de envolvimento dos investidores no processo. Além disso, nos investimentos de *private equity*, o investidor nem sempre tem a intenção clara de deixar o empreendimento após a valorização dos ativos investidos (MEIRELLES, 2008).

Apesar dessas ressalvas, o relatório aparenta corroborar os resultados obtidos nos estudos anteriores, demonstrando que a saída pela via da abertura de capital não é a alternativa preferida pelas empresas financiadas por recursos de *venture capital* (empresas essas que geralmente se enquadram no conceito de startups).

Em trabalho contemporâneo ao relatório da ABVCAP, SILVA (2019) entrevistou dez gestoras de investimentos em startups, dentre as quais todas afirmaram já ter participado de eventos de venda estratégica, isto é, a alienação da empresa investida a outra de maior porte. Seis das dez entrevistadas mencionaram já ter realizado a venda de sua participação societária a outro investidor (*secondary sale*). Dentre as saídas tidas como mal sucedidas, as gestoras consultadas também apontaram já ter realizado a liquidação de sua participação por um preço simbólico, apenas para se desvincular da empresa investida (*write-off*), ou mesmo a venda de sua participação à própria empresa investida (*buyback*). Nenhuma das gestoras disse ter realizado saídas pela via do *IPO*.

Dentre as justificativas para a preterição da saída mediante abertura de capital, as gestoras entrevistadas pontuaram a baixa liquidez dos ativos negociados na Bolsa de Valores brasileira, as dificuldades e custos inerentes ao procedimento de *IPO* e a volatilidade do mercado nacional. Uma das gestoras mencionou que, no Brasil, pairam incertezas a respeito do custo médio de uma operação de abertura de capital, indicando que imprevistos ocorridos nos processos de registro perante a CVM poderão resultar em dispêndio ainda maior para as companhias emissoras de ações (SILVA, 2019).

No Brasil, a companhia que pretende ofertar suas ações ao público geral, deve cumprir uma série de exigências regulatórias perante a Comissão de Valores Mobiliários. Inicialmente, a companhia deve obter registro como emissora de valores mobiliários perante a autarquia, nos termos da Instrução Normativa CVM nº 480/2009 e da Lei nº 6.385/76. Além disso, a

companhia deverá registrar cada uma de suas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, inclusive a oferta pública inicial de ações (IPO), nos termos da Instrução Normativa CVM nº 400/2003. Ainda, a companhia aberta deverá cumprir uma série de exigências regulatórias, como a auditoria de suas contas e a prestação de informações à CVM, bem como nomear diretor estatutário para função de diretor de relações com investidores, ficando este encarregado de prestar todas as informações exigidas em lei e nas normas regulatórias da CVM.

A regulação do mercado de capitais decorre da necessidade de se tutelar os interesses dos titulares de valores mobiliários, os quais geralmente figuram no pólo mais frágil da relação companhia-investidor, ante a existência de assimetria informacional entre quem oferta a ação e quem a compra. Assim, a atuação da CVM objetiva fomentar uma relação de confiança entre o investidor, as companhias emissoras de valores mobiliários e as demais entidades atuantes no mercado de capitais. A tutela estatal tem como objetivo, também, proporcionar, no mercado de capitais, um ambiente de negócios eficiente, capaz de influenciar positivamente o desenvolvimento econômico do país. Assim, cabe ao Estado regular as condições de entrada e de exercício de atividades econômicas no mercado de capitais (EIZIRIK, 2019).

Diante disso, cumpre investigar, adiante, exatamente quais são as principais obrigações legais e regulatórias atreladas à abertura de capital no Brasil, levando em consideração os resultados das pesquisas apresentadas, que revelam uma preferência das gestoras de fundos de *venture capital* pela venda estratégica (*trade-sale*) da empresa investida em detrimento da abertura de capital; preferência essa que poderá influenciar diretamente na venda da startup a um competidor em detrimento da continuação daquela como um negócio autônomo.

II.3. AS OBRIGAÇÕES LEGAIS E REGULATÓRIAS PARA ABERTURA DE CAPITAL MEDIANTE OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (IPO) NO BRASIL.

Como visto, a negociação de valores mobiliários na Bolsa de Valores exige o registro da companhia emissora de tais títulos perante a CVM. Para se habilitar ao registro com o objetivo de ofertar ações ao público geral, a companhia deve estar constituída sob a forma de uma sociedade anônima, excetuando-se as hipóteses expressamente indicadas:

Instrução Normativa CVM nº 480/2009:

Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.

§1º O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

§2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso.

§3º A presente Instrução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.

Lei nº 6.385/1976:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

(...)

§3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

(...)

O simples ato de registro, por sua vez, requer a apresentação de uma série de documentos e informações, como, por exemplo, atas das assembleias gerais que aprovaram a nomeação do diretor de relações com os investidores; demonstrações financeiras referentes aos três últimos exercícios sociais, especialmente elaboradas para fins de registro perante a autarquia; atas de todas as assembleias gerais realizadas nos últimos doze meses; declarações a respeito dos valores mobiliários do emissor detidos pelos administradores, membros do conselho fiscal; política de divulgação de informações; política de negociação de ações, dentre muitas outras, constantes do Anexo 3 da Instrução Normativa CVM nº 480/2009.

A instrução normativa estabelece hipóteses em que o pedido de registro como emissor de valores mobiliários será negado. Nesse tocante, cumpre esclarecer que o registro jamais será indeferido sob o fundamento de suposta inviabilidade econômica da companhia (análise essa que não será empreendida pela autarquia) mas sim em razão do descumprimento das exigências legais e regulatórias da companhia. É o que se encontra sumarizado em trecho de material educacional publicado pela própria CVM⁵⁶:

Importante destacar que a eventual decisão de indeferimento do pedido de registro jamais ocorrerá em virtude de aspectos associados à natureza do negócio ou do empreendimento subjacente ao emissor, exceto na hipótese de constituição de sociedade por ações por subscrição pública, hipótese na qual a CVM possui a prerrogativa de indeferir o registro do emissor e de sua oferta pública de distribuição por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores, nos termos do artigo 82, §2º da Lei nº 6.404/76.

⁵⁶ Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017.

Assim, o indeferimento do pedido de registro estará necessariamente associado (i) ao não cumprimento dos aspectos legais e formais do registro; (ii) ao não cumprimento dos prazos aplicáveis; e (iii) ao não cumprimento das exigências formuladas pela SEP, relativas (a) a não prestação das informações exigidas pela ICVM 480 (ou a prestação qualitativamente insatisfatória das mesmas); e (b) a irregularidades em seus atos constitutivos e em suas demonstrações financeiras.

A companhia poderá obter registro na Categoria A, em que estará autorizada a negociar quaisquer valores mobiliários ou na Categoria B, em que não poderá negociar ações, certificados de depósito de ações, ou outros títulos conversíveis ou permutáveis em ações. Para os objetivos deste trabalho, importa apenas o registro da companhia na Categoria A, o que permitirá a realização de ofertas públicas de ações.

Uma vez registrada como emissora, a companhia deverá cumprir obrigações periódicas perante seus investidores e a CVM. Nesse ponto, ganha destaque o Formulário de Referência, documento apresentado anualmente pela companhia e atualizado a cada oferta pública de valores mobiliários realizada pela companhia, que contém uma gama de informações sobre a companhia, como o detalhamento de seu patrimônio, informações sobre lucros e dividendos distribuídos a seus acionistas, fatores de risco do negócio, detalhamento de processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas figuram como parte, projeções de desenvolvimento da empresa, dentre muitas outras, constantes do Anexo 24 da Instrução Normativa CVM nº 480/2009.

Além do registro da companhia como emissora de valores mobiliários, é necessário realizar o registro individual da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, de acordo com a Instrução Normativa CVM nº 400/2003. Dentre as exigências para a realização da oferta pública, ganha destaque o Prospecto, principal documento apresentado à CVM quando do pedido de registro da oferta pública. O Prospecto deverá conter informações sobre os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; a situação patrimonial, econômica e financeira da companhia ofertante; terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta; os administradores, consultores e auditores da companhia, relação de acionistas que possuam mais de 5% das ações da emissora, dentre outras⁵⁷, vide artigos 38 e 39 e anexo V da Instrução Normativa CVM nº 400/2003.

⁵⁷ Dentre as demais informações que devem constar no Prospecto da oferta pública, cabe mencionar, nos termos do Anexo V da Instrução Normativa CVM nº 400/2003, algumas das quais podem vir a desencorajar à companhia de ofertar suas ações ao público geral, ante o volume de informações negociais que devem ser apresentadas: *1.1*

Com o pedido de registro da oferta pública, tem início o prazo de 20 dias úteis para manifestação da CVM sobre os documentos e informações apresentadas (art. 8º, ICVM nº 400/2003). Existe, contudo, a possibilidade de serem feitas exigências adicionais pela autarquia ou de ocorrer o reinício da contagem do prazo a pedido do contribuinte, que poderá suspender a análise do pedido por até 60 dias úteis. Considerando apenas os prazos legais estipulados na Instrução Normativa CVM nº 400/2003, o processo de registro da oferta poderia durar até 150 dias úteis. Trata-se, contudo, de cenário meramente hipotético, em que a companhia e a ofertante teriam cumprido todos os prazos no último dia possível e teriam se valido de todas as manifestações possíveis ao longo do processo de registro, bem como a suspensão do processo pelo tempo máximo permitido. Cabe mencionar que a CVM instituiu o procedimento simplificado e o procedimento automático de oferta pública de valores mobiliários, visando a reduzir o tempo resposta da autarquia aos pedidos de registro de ofertas das companhias emissoras. No entanto, nenhum dos procedimentos pode ser utilizado para a oferta pública inicial de ações, motivo pelo qual não serão vistos em detalhes neste trabalho.

Uma estimativa mais fidedigna do tempo médio necessário para a abertura de capital no Brasil pode ser extraída de estudo realizado pela PWC⁵⁸, companhia prestadora de serviços de auditoria contábil e assessoria em outras áreas. No referido estudo, a PWC analisou dados públicos sobre IPOs no Brasil entre janeiro de 2004 e abril de 2018, período no qual 182 empresas brasileiras realizaram IPO, assim como entrevistou executivos e profissionais da área de relações com investidores de algumas dessas empresas. Segundo levantamento feito com 27 das companhias de capital aberto brasileiras, 54,5% das consultadas relataram que o processo de abertura de capital durou cerca de 6 meses desde o momento de tomada da decisão pelo IPO até a realização da oferta. O estudo não traz dados sobre o tempo médio que precede à tomada

Breve descrição da operação, incluindo apresentação da emissora e das Instituições Intermediárias envolvidas, identificação do público alvo, preços e montante da emissão e indicação sobre a admissão à negociação em bolsas de valores, mercado de balcão organizado ou mercado de balcão não organizado; (...) 3.2.4.1 elaborar descrição comparativa do preço de emissão com o preço pago por administradores, controladores ou detentores de opções em aquisições de ações nos últimos cinco anos; (...) 4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores de risco relacionados com a oferta e com o valor mobiliário que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta; (...) 6.1 Anexar as Demonstrações Financeiras, com os respectivos pareceres dos auditores independentes e relatórios da administração, relativas aos três últimos exercícios sociais encerrados ou incorporá-las por referência indicando a página na rede mundial de computadores na qual possam ser consultadas.

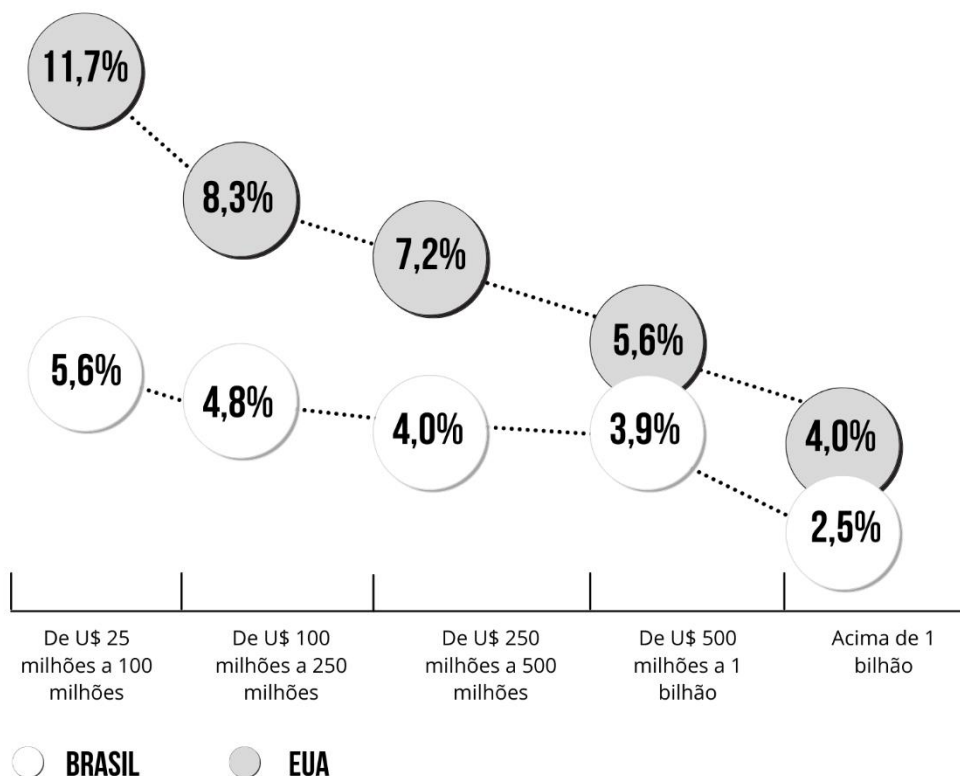
⁵⁸ **IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa.** Disponível em:

<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2019/ipo-como-alternativa-impulsionar-futuro.html>. Último acesso em setembro de 2021.

de decisão pela abertura de capital, mas menciona que essa fase costuma durar de 12 a 18 meses, o que totalizaria um tempo médio de 18 a 24 meses desde o início da avaliação a respeito da vantajosidade da abertura de capital até a efetiva negociação das ações na Bolsa de Valores.

O estudo da PWC também informa sobre o custo médio para abertura de capital no Brasil e nos Estados Unidos. Segundo o levantamento, os custos da operação são reduzidos em razão inversamente proporcional ao volume dos recursos captados com a abertura de capital. Em outras palavras, quanto mais recursos forem captados, menores serão os custos da operação, em termos relativos. Assim, o estudo dividiu as ofertas públicas iniciais de ações em 5 faixas, de acordo com o valor captado. Na faixa que representa uma menor quantidade de recursos angariados com a oferta, os custos do processo de abertura equivalem, em média, a 5,6% dos valores captados, no Brasil; e a 11,7% nos Estados Unidos. Na faixa que representa a maior quantidade de recursos, os custos da operação equivalem, em média, a 2,5% dos valores captados, no Brasil; e a 4,0% nos Estados Unidos. O gráfico abaixo representa os resultados encontrados no estudo:

Figura 10 – Custo médio da abertura de capital no Brasil e nos Estados Unidos



Fonte: **IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2019/ipo-como-alternativa-impulsionar-futuro.html>. Os dados apresentados acima são os mesmos do estudo da PWC com elementos visuais diferentes.

Os custos mencionados pelo estudo consistem essencialmente na contratação de profissionais especializados em viabilizar o processo de abertura de capital da companhia ofertante e são divididos em três categorias: (i) custos com os coordenadores da oferta, isto é, as instituições financeiras autorizadas pela CVM a auxiliar as companhias na emissão de valores mobiliários, por vezes chamadas de subscritoras ou *underwriters*; (ii) custos com assessores jurídicos especializados que auxiliarão a companhia na elaboração dos formulários e demais documentos exigidos pela CVM ou com a realização de auditoria legal (*due diligence*) da empresa ofertante, a fim de identificar riscos à operação; e (iii) custos com auditores que auxiliarão a companhia com a elaboração das demonstrações financeiras e demais documentos de ordem contábil exigidos pela CVM. A tabela abaixo reúne os resultados do estudo em relação ao custo médio em cada categoria, no Brasil e nos Estados Unidos:

Tabela 2 – Quadro-resumo para comparação entre os custos médios da abertura de capital no Brasil e nos Estados Unidos (valores em milhões de dólares)

Média de custos por valor captado	Custos dos coordenadores da oferta		Custos com assessores jurídicos		Custos com auditores	
	Brasil	Estados Unidos	Brasil	Estados Unidos	Brasil	Estados Unidos
De U\$ 25 milhões a 100 milhões	2,0	4,3	0,7	1,4	0,2	0,8
De U\$ 100 milhões a 250 milhões	7,9	10,3	1,1	1,9	0,5	1,1
De U\$ 250 milhões a 500 milhões	12,5	20,3	1,1	2,6	0,5	1,7
De U\$ 500 milhões a 1 bilhão	20,8	35,6	1,2	3,1	0,4	1,4
Acima de 1 bilhão	70,2	61,4	2,6	3,0	1,0	2,4

Fonte: **IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2019/ipo-como-alternativa-impulsionar-futuro.html>. Último acesso em setembro de 2021. O estudo apresenta os mesmos resultados divididos em três tabelas distintas.

A contratação de tais profissionais não apenas é obrigatória, no caso das *underwriters* e dos auditores, como também é essencial para mitigar os riscos da operação de abertura de capital. Segundo a lição de EIZIRIK (2019), os principais riscos da empreitada são (i) o “*waiting risk*”, relacionado à necessidade de se reduzir ao mínimo o tempo decorrido desde a decisão pela abertura de capital até realização da oferta, haja vista que nesse interregno as condições do mercado podem sofrer alterações, invalidando o planejamento inicialmente concebido pela companhia; (ii) o “*pricing risk*”, relacionado à necessidade de se determinar com precisão o preço pelo qual as ações serão negociadas no mercado de valores mobiliários, objetivando alcançar preço que seja vantajoso para a companhia e atrativo para os investidores; e (iii) o “*marketing risk*”, relacionado à necessidade de se atrair compradores para os papéis emitidos pela companhia.

Nesse tocante, as instituições financeiras subscritoras, ou *underwriters*, desempenham papel essencial no processo de abertura de capital, atuando desde o planejamento da oferta junto da companhia emissora. As subscritoras examinam as condições de mercado e a situação patrimonial da companhia, auxiliando na tomada de decisões a respeito do volume de papéis a ser negociado e o preço a ser praticado. Auxiliam, ainda, no cumprimento das etapas burocráticas perante a CVM e, principalmente, no processo de efetiva colocação pública dos valores mobiliários, podendo, inclusive, prestar garantia de subscrição total da oferta. Nessa hipótese, conhecida como “*underwriting firme*”, a instituição assume o risco integral da distribuição das ações, adquirindo a totalidade dos valores mobiliários colocados à venda, para então distribuí-los aos compradores (EIZIRIK, 2019).

Observa-se, portanto, que a oferta pública inicial de ações consiste em processo complexo, demorado e que demanda esforços e coordenação de diversos atores, o que, por sua vez, aumenta o custo médio da operação. O processo de IPO tem início com o registro da companhia como emissora de valores mobiliários perante a CVM e é seguido do registro da oferta pública inicial das ações. Ambos os procedimentos exigem o cumprimento de diversas obrigações legais e regulatórias específicas, geralmente relacionadas à elaboração de documentos e à prestação de informações à CVM. Uma vez convertida em sociedade anônima de capital aberto, a companhia deverá observar uma série de outros encargos e montar estrutura capaz de suprir suas novas necessidades, o que também se demonstra custoso. Foi constatado, também, que os custos da operação se reduzem em razão inversamente proporcional ao volume financeiro da operação, de modo que quanto mais recursos forem captados pela companhia

emissora, mais rentável será a oferta, o que pode ser entendido como um incentivo a empresas realizarem operações mais volumosas.

Pelo exposto, é compreensível que, no Brasil, startups financiadas com recursos de *venture capital* não vejam no processo de abertura de capital uma estratégia de saída vantajosa para a liquidação da participação societária de seus investidores, em linha com os resultados das pesquisas realizadas por FGV (2005), RIBEIRO e ALMEIDA (2005), SILVA (2019) e ABVCAP (2020).

II.4. A VENDA ESTRATÉGICA (*TRADE SALE*) COMO O MECANISMO DE DESINVESTIMENTO PREFERIDO PELO MERCADO DE VENTURE CAPITAL ESTADUNIDENSE.

Na pesquisa conduzida por SILVA (2019), os representantes da DGF Investimentos e da Monashees, na condição de entrevistados, apontaram que atualmente há uma tendência entre empresas brasileiras de buscar a abertura de capital em bolsas de valores estrangeiras com o objetivo de se expor a um mercado de capitais mais vigoroso e evitar surpresas durante as etapas que antecedem a venda dos ativos ao público geral.

Nesse tocante, cita-se como exemplo as intermediadoras de pagamento PagSeguro⁵⁹ e Stone⁶⁰, que realizaram abertura de capital na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e na NASDAQ, respectivamente, em 2018. A corretora de investimentos XP Investimentos⁶¹, por sua vez, obteve destaque como 9º maior IPO do mundo em volume de venda das ações no ano de 2019, também na NASDAQ.

Não obstante as razões pelas quais empresas brasileiras cada vez mais buscam a abertura de capital nas bolsas de valores dos Estados Unidos, também no cenário estadunidense parece existir uma preferência das gestoras de investimentos pela venda estratégica (*trade sale*) em detrimento da abertura de capital, conforme apontam estudos de GOMPERS *et al* (2016) e MCCREARY e LEMLEY (2020).

⁵⁹ **PagSeguro estreia em NY com alta de 36% no maior IPO brasileiro em NY desde 2013.** Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/pagseguro-estreia-em-ny-com-alta-de-36-no-maior-ipo-brasileiro-em-ny-desde-2013/>. Acesso em Set. 2021.

⁶⁰ **Brasileira Stone sobe 30% em estreia na Nasdaq e valor de mercado alcança US\$9 bilhões.** Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/25/brasileira-stone-salta-30-em-estreia-na-nasdaq-e-valor-de-mercado-alcanca-us-9-bilhoes.ghtml>. Acesso em Set. 2021.

⁶¹ **XP Investimentos faz o segundo maior IPO do Brasil na Nasdaq.** Disponível em: <https://istoe.com.br/xp-investimentos-faz-o-segundo-maior-ipo-do-brasil-na-nasdaq/>. Acesso em Set. 2021.

GOMPERS *et al* (2016), em seu trabalho, entrevistou 889 gestores de fundos de *venture capital* atuantes em 681 empresas gestoras diferentes com o objetivo de averiguar como esses gestores tomam decisões em diversas questões relacionadas ao mercado de financiamento de startups. Os resultados da pesquisa foram comparados às informações disponíveis à época na base de dados VentureSource, adquirida em 2020 pela plataforma Crunchbase⁶². Conforme apontam os autores, os resultados das entrevistas corresponderam satisfatoriamente às informações contidas na base de dados.

Novamente, a venda estratégica despontou como a estratégia de saída mais preferida pelos gestores de fundo de *venture capital*, tendo os entrevistados informado que, em 53% das operações em que atuaram, a venda de sua participação societária ocorreu por meio de fusões e aquisições, isto é, pela venda estratégica. Em apenas 15% das operações a saída ocorreu pela abertura de capital em bolsa de valores e em 32% das ocasiões o investimento conduzido pelos gestores não logrou sucesso, provavelmente, levando a outra forma de desfazimento dos ativos que não a venda estratégica ou a abertura de capital.

Outro aspecto relevante da pesquisa conduzida por GOMPERS *et al* (2016) foi a tentativa de aferir quão importante são as possíveis estratégias de saída da empresa investida e em que medida essas possibilidades são consideradas pelos investidores desde o momento de tomada de decisão pelo aporte de recursos. Os autores registraram que, dentre todos os fatores apresentados aos entrevistados, a viabilização de eventos de saída, pela empresa, ao investidor, parece ser a questão que mais pesa na decisão pela realização do investimento. Com efeito, 86% dos entrevistados identificaram ser essa uma questão importante e 46% a identificaram como a mais importante de todas.

MCCREARY e LEMLEY (2020) apresentam resultados ainda mais chamativos no que concerne à comparação entre as duas estratégias de saída, apontando que, hoje, apenas 1 a cada 10 *exits*, ocorre pela via da abertura de capital. Os autores chegaram a essa proporção ao considerar dois dados diverso: (i) a média anual de empresas estadunidenses financiadas por *venture capital* que ofertaram suas ações em bolsas de valores no final dos anos de 1990 (cerca de 200 empresas) e a média dos últimos anos (cerca de 75 empresas), bem como (ii) o número total de *exits* ocorridos, sendo cerca de 380 eventos no final dos anos de 1990 e em torno de 530 nos últimos anos. Desse modo, conjugando esses dois dados, os autores concluem que, se

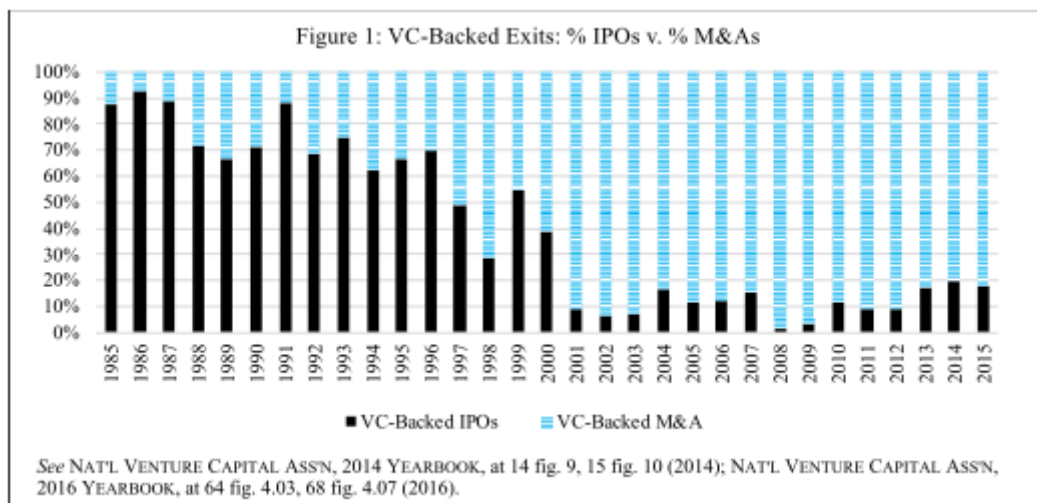
⁶² **Our First Acquisition: CB Insights Acquires VentureSource Data from Dow Jones.** Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/team-blog/dow-jones-venturesource-valuations/>. Acesso em Set. 2021.

antes a abertura de capital era a opção escolhida em 1 a cada 2 *exits*, hoje, isso ocorreria na proporção de 1 IPO a cada 10 eventos de saída.

No mesmo sentido, dados do anuário de 2016 da National Venture Capital Association informam que houve, de fato, um aumento no número de operações de incorporação de empresas estadunidenses financiadas por recursos de *venture capital*. No final dos anos de 1990, em média, todo ano, 190 empresas estadunidenses financiadas por *venture capital* eram alvo de incorporação por empresas maiores e que, nos anos recentes, esse número saltou para, em média, 450 empresas por ano.

O mesmo estudo da National Venture Capital Association indica que esse aumento na quantidade de operações de incorporação não foi acompanhado por um aumento no número de IPOs. Em 1985, dentre o total de *exits* em empresas financiadas por *venture capital*, cerca de 90% ocorriam pela via do IPO, enquanto que, em 2015, apenas 20% dos *exits* se deram pela abertura de capital, em oposição aos 80% correspondentes à saída por meio de fusões e aquisições, isto é, a venda estratégica (*trade sale*).

Figura 11 – Gráfico comparativo de eventos de desinvestimento em empresas estadunidenses financiadas com recursos de venture capital.



Fonte: MCCREARY, Andrew; LEMLEY, Mark. A.. **An Exit Strategy**, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3506919>. Acesso em Maio de 2021.

Observando o mesmo fenômeno, SOKOL (2019)⁶³ registra que, além da redução na listagem de novas ofertas públicas iniciais, tem ocorrido, também, nos Estados Unidos, a prática de *delisting*, que consiste na saída da companhia aberta da bolsa de valores, retornando ao status de companhia fechada. Em meio a um declínio na quantidade de novos IPOs, juntamente com a ocorrência de *delistings*, o número de companhias abertas estadunidenses foi reduzido pela metade durante o período de 1997 a 2012 (redução de 8.025 companhias para 3.923). Entre 2012 e 2017, o número de companhias abertas nos Estados Unidos experimentou novo aumento, atingindo um total de 4.125 companhias, segundo relatório da OCDE⁶⁴. Não obstante, pode-se dizer que o aumento foi tímido para um período de cinco anos, considerando que cresceu o número de startups que receberam aportes do mercado de venture capital, como visto acima.

Assim como no Brasil, no cenário estadunidense, a abertura de capital é um processo marcado por etapas burocráticas e custos fixos elevados. As companhias abertas também se sujeitam a divulgar diversas informações ao Mercado e à Securities and Exchange Commission (SEC) — agência federal equivalente à nossa CVM —, bem como a cumprir outras exigências legais que não se fazem presentes nas companhias fechadas. Após considerar as vantagens e desvantagens da abertura de capital, para muitas companhias tornou-se pouco atrativa a ideia de negociar suas ações em bolsa de valores.

Conforme apontam MCCREARY e LEMLEY (2020), o mercado de *venture capital* possuiria papel fundamental no desincentivo à abertura de capital. Segundo os autores, fundos de investimento de *venture capital* possuem prazo de validade e buscam grandes retornos financeiros como forma de compensar o investidor do fundo pelo alto risco de perda assumido. Para os autores, a matemática é clara: a busca por resultados eficazes em pouco tempo leva os gestores dos fundos a optar por escolhas mais seguras dentre a gama de opções incertas disponíveis — e as opções mais seguras costumam ser as startups que estão mais aptas a serem adquiridas por empresas maiores dentro do mesmo segmento de mercado ou segmentos correlatos. Nesse sentido, os autores até mesmo questionam o conservadorismo dos gestores de fundos, geralmente reputados como tomadores de riscos, mas que, na prática, buscam apostas minimamente seguras, como todo investidor.

⁶³ SOKOL, D. Daniel. **Vertical Mergers and Entrepreneurial Exit**. Florida Law Review, Vol. 70, 2018.

⁶⁴ OCDE. Owners of the World's Listed Companies p. 8, Table 2. The universe of listed companies by market, as of end 2017. OCDE, 2019.

Além de a venda estratégica ser o mecanismo de saída que proporcionará um evento de liquidez em menor tempo, é também muitas vezes o que apresenta a perspectiva de maior retorno financeiro. Isso porque uma empresa incumbente inserida no mesmo segmento de mercado em que atua ou pretende atuar a startup investida terá melhores condições de avaliar o valor de mercado da empresa nascente e possivelmente oferecerá um preço maior pela aquisição da startup do que demais investidores estariam dispostos a pagar (MCCREARY, LEMLEY, 2020).

Isso ocorreu, por exemplo, na aquisição do Instagram pelo Facebook, em 2012. Uma semana antes da operação, na qual o Facebook desembolsou cerca de 1 bilhão de dólares, o Instagram havia realizado uma rodada de investimentos em que a companhia havia sido avaliada em 500 milhões de dólares, ou seja, metade do que o Facebook estava disposto a pagar⁶⁵. Apesar das críticas a respeito da vantajosidade da compra feitas à época, anos depois, a aquisição do Instagram se provou frutífera, passando de 40 milhões de usuários mensais para cerca de 1 bilhão em 2018 e tendo sido avaliado em 100 bilhões de dólares pela Bloomberg Intelligence — 100 vezes o valor pago pelo Facebook⁶⁶. Analisando a operação em retrospecto, é seguro assumir que o Facebook, líder no mercado de redes sociais, visualizou nas ferramentas e inovações trazidas pelo Instagram um potencial maior do que o investidor médio poderia ter visualizado à época.

Ainda sobre as possíveis desvantagens de se negociar as ações publicamente, KAHLE e STULZ (2017)⁶⁷ registram que o valor das startups geralmente decorre da introdução de novas tecnologias ou modelos de negócios em mercados já estabelecidos, o que atrairia a necessidade de se conferir maior sigilo sobre os ativos intangíveis dessas empresas. Nesse contexto, a obrigatoriedade de se compartilhar diversas informações com autoridades estatais e com o Mercado em função do processo de abertura de capital poderia colocar em risco o sigilo sobre os principais recursos da startup.

MCCREARY e LEMLEY (2020) apontam, ainda, que os gestores de fundo de venture capital possuem incentivos para liquidar sua participação na empresa investida na primeira

⁶⁵ **Instagram Now Looks Like a Bargain.** *New York Times*. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/06/27/business/dealbook/instagram-facebook.html>. Acesso em Jul. 2021.

⁶⁶ **Instagram estimated to be worth more than 100 billion.** *Bloomberg*. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-25/value-of-facebook-s-instagram-estimated-to-top-100-billion>. Acesso em Jul. 2021.

⁶⁷ KAHLE, Kathleen M.; STULZ, René M.. Is the US public corporation in trouble? *Journal Of Economic Perspectives*, [s. l], v. 31, n. 3, p. 67-88, 2017.

oportunidade razoavelmente vantajosa. Isso porque a remuneração do gestor do fundo é composta pela taxa de performance (geralmente, equivalente a 20% sobre os rendimentos obtidos pelo fundo) e pela taxa de administração (em média, 2% da totalidade de recursos do fundo, cobrada anualmente).

Nesse cenário, seria vantajoso para o gestor encerrar o ciclo de um fundo de investimento com a venda da startup investida e iniciar outro fundo com o objetivo de auferir a taxa de administração sobre os recursos captados (MCCREARY e LEMLEY, 2020). Embora essa hipótese trazida pelos autores seja razoável, acredita-se que eventual pressa de um gestor de fundos pela criação de um evento de liquidez no âmbito da empresa investida estaria mais associada ao prazo de duração do fundo de investimento. Caso o fundo se aproxime do prazo inicialmente estipulado sem possuir no horizonte a perspectiva de um evento de liquidez, os investidores passivos do fundo passarão a pressionar o gestor pela dissolução do fundo e distribuição dos recursos aportados entre os investidores, na medida da participação de cada um.

Outro fator relevante que pode motivar o gestor do fundo a pressionar a venda da startup é fenômeno da sinalização positiva (positive signaling), como visto em KUPOR (2019), que consiste na ideia de que as organizações gestoras que foram bem sucedidas no passado continuarão obtendo resultados positivos aos seus investidores. Assim, uma gestora de fundos que frequentemente proporciona eventos de liquidez rentáveis aos seus investidores sinalizará ao mercado que possui grandes chances de repetir os mesmos passos e atingir o mesmo resultado no futuro, quais sejam: encontrar uma startup com produtos ou serviços promissores; aportar os recursos do fundo na empresa, bem como auxiliar com a validação de seus produtos e serviços, conectar os empreendedores a outras parcerias relevantes do mercado em que a startup estiver inserida, monitorar a utilização dos recursos aportados mediante avaliações contínuas e, ao final do ciclo, encontrar o comprador ideal para a empresa investida, gerando lucros aos investidores passivos do fundo.

Nesse sentido, uma pesquisa que analisou as aquisições de startups feitas pela Apple entre 2013 e 2018 notou que a companhia americana aparenta dar mais atenção a determinadas gestoras de fundos de venture capital, as quais investiram em empresas posteriormente adquiridas pela Apple⁶⁸. A gestora SVAngel, por exemplo, aportou recursos em 5 startups

⁶⁸ **10 VCs to look for to be acquired by Apple.** Disponível em: <https://medium.com/welltory/what-vcs-should-you-choose-to-be-acquired-by-apple-dbd226189491>. Acesso em Jul. 2021.

adquiridas pela Apple, despontando como a preferida da maçã no referido período, são essas a Embark, aplicativo de celular para monitorar o trânsito de veículos e urbanos cujas ferramentas foram implementadas no Apple Maps; a Chomp, aplicativo de buscas cuja tecnologia foi aplicada na App Store; a Topsy Labs, motor de busca e análise para redes sociais, possivelmente utilizado pela Apple para monitorar o mercado de anúncios em redes sociais; a Cue, aplicativo de assistente pessoal para envio de notificações personalizadas de acordo com as preferências do usuário; e a FoundationDB, focada no desenvolvimento de infraestrutura tecnológica para o design de aplicativos. Além da SVAngel, apareceram na lista pelo menos duas vezes as gestoras Andreessen Horowitz, General Catalyst e Formation 8.

Diante dessas evidências, é razoável admitir a sugestão de MCCREARY e LEMLEY (2020) de que a relação desenvolvida entre a Apple e essas gestoras ao longo dos anos poderá gerar uma reação em cadeia, na qual (i) as startups buscarão desenvolver produtos para solucionar problemas ou incrementar os recursos tecnológicos da Apple; (ii) as gestoras que mais bem conhecem a Apple buscarão identificar as startups cujos produtos serão mais adequados às necessidades atuais da primeira, que, por sua vez, (iii) estará propensa a buscar novamente as gestoras que já lhe proporcionaram resultados favoráveis no passado.

SAMINI (2020) complementa, apontando que, conforme a startup vai se desenvolvendo, os fundos de venture capital gradativamente aumentam seu poder de influência nas decisões da empresa, uma vez que os primeiros realizam aportes consecutivos a cada nova rodada de investimento, até o momento em que adquirem participação societária suficiente para ditar os rumos da startup. EWENS e MARX (2017) identificaram que um quinto do time fundador da startup é substituído ao longo do seu processo de financiamento. Nessa esteira, não é incomum que fundos de investimentos com o poder de tomar decisões no âmbito da startup assumam postos na diretoria executiva da empresa ou nomeiem executivos de sua confiança. Analisando a base de dados VentureSource, os autores identificaram, ainda, que a destituição de fundadores da diretoria executiva da startup, em 30% dos casos, é seguida de um evento de liquidez. No estudo em comento, foram considerados eventos de liquidez a oferta pública inicial de ações da companhia (IPO) ou a venda estratégica (*trade sale*) por valor equivalente a 125% ou mais do valor aportado na empresa na primeira rodada de investimentos⁶⁹. Com efeito, os resultados encontrados corroboram em parte a opinião de MCCREARY e LEMLEY (2020) de

⁶⁹ EWENS, Michael; MARX, Matt. **Founder Replacement and Startup Performance**. The Review of Financial Studies, Volume 31, Issue 4, April 2018, Pages 1532–1565, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx130>.

que os fundos de *venture capital* que possuem participação societária nas startups contribuem para a sua aquisição por outra empresa.

Por tudo apresentado neste capítulo, evidencia-se que, atualmente, a venda estratégica (*trade sale*) da startup a outra empresa desponta como a estratégia de saída mais vantajosa para os agentes econômicos envolvidos no processo de financiamento das startups, tanto no contexto do ecossistema de startups brasileiro quanto no estadunidense.

Assim, colaciona-se o quadro comparativo abaixo, sistematizando alguns dos argumentos que nos levam a essa conclusão, em linha com os resultados encontrados em FGV (2005), RIBEIRO e ALMEIDA (2005), SILVA (2019), ABVCAP (2020), GOMPERS e LERNER (2016), MCCREARY e LEMLEY (2020). No quadro abaixo, foi utilizado um símbolo vermelho sempre que o mecanismo de saída apresenta uma desvantagem em relação ao outro; e verde sempre que for evidenciada uma vantagem. Em relação a alguns critérios, identificou-se vantagens para ambos os lados. Nesses casos, foi atribuído um sinal verde para cada uma das alternativas. Ao final, é informada a pontuação que cada mecanismo de saída obteve nesta breve análise. A venda estratégica (*trade sale*) mostra-se vantajosa em 7 critérios, contra apenas 2 da abertura de capital.

Tabela 3 – Comparação entre as vantagens e desvantagens da execução de estratégia de saída pelas vias da oferta pública inicial de ações (IPO) e pela venda estratégica (*trade sale*)

Critério	Oferta Pública Inicial de Ações (IPO)	Venda Estratégica (<i>trade sale</i>)
1 – Avaliação do valor de mercado da empresa e precificação (<i>valuation</i>) das quotas sociais/ações	<p>×</p> <p>A precificação das ações de uma empresa no momento imediatamente anterior à abertura de capital deve levar em consideração as condições do mercado de capitais, sujeitando a companhia a elementos exógenos que podem influenciar na tarefa da precificação. O preço fixado deve ser vantajoso para a companhia e atrativo para os investidores.</p> <p>Além disso, o valor das startups geralmente decorre da introdução de novas tecnologias ou modelos de negócios em mercados já</p>	<p>✓</p> <p>A venda estratégica é muitas vezes o mecanismo que apresenta a perspectiva de maior retorno financeiro aos investidores. Isso porque uma empresa incumbente inserida no mesmo segmento de mercado em que atua ou pretende atuar a startup investida terá melhores condições de avaliar o valor de mercado da empresa nascente e possivelmente oferecerá um preço maior pela aquisição da startup do que demais investidores estariam dispostos a pagar.</p>

	estabelecidos, o que atrairia a necessidade de se conferir maior sigilo sobre os ativos intangíveis dessas empresas. Nesse contexto, a obrigatoriedade de se compartilhar diversas informações com autoridades estatais e com o Mercado em função do processo de abertura de capital poderia colocar em risco o sigilo sobre os principais recursos da startup.	
2 – Ganhos financeiros com a operação	<p>✗</p> <p>É prática do mercado de capitais sujeitar os dirigentes e acionistas originais da empresa a período de <i>lockup</i>, em que ficam impedidos de alienar seus ativos societários, logo após a abertura de capital, como medida que visa a reduzir a assimetria informacional entre os antigos acionistas e aqueles que ingressaram com a compra dos ativos na bolsa de valores. Desse modo, os ganhos financeiros dos investidores não serão imediatos.</p>	<p>✓</p> <p>Na venda estratégica, os investidores não se sujeitam ao cumprimento de um período de <i>lockup</i>, em que ficam impedidos de alienar seus ativos societários logo após a abertura de capital.</p>
3 – Ganhos estratégicos com a operação	<p>✗</p> <p>Não se vislumbra ganhos estratégicos imediatos com a operação de abertura de capital, exceto na hipótese em que a operação permitir a entrada de novos parceiros estratégicos na companhia.</p>	<p>✓</p> <p>Por vezes, com a venda estratégica, o time fundador da startup poderá ter acesso a novos contatos dentro do mercado em que estava inserido, além da troca de conhecimentos com a empresa incumbente.</p>
4 – Possibilidades de continuidade do negócio	<p>✓</p> <p>A saída por IPO é a forma preferível quando o objetivo for o de postergar a venda dos ativos diante da expectativa de obter preço superior pelas ações da companhia na Bolsa de Valores em oportunidade futura.</p>	<p>✓</p> <p>A venda estratégica, por vezes, é a saída que possibilitará com que determinado produto ou serviço desenvolvido pela startup seja efetivamente oferecido ao mercado, pois a empresa incumbente será capaz de financiar o produto ou serviço, integrá-lo a suas demais atividades ou oferecê-lo em canais de distribuição antes inacessíveis pela startup.</p>
5 – Exigências legais relacionadas à execução	<p>✗</p> <p>A abertura de capital demanda o</p>	<p>✓</p> <p>A venda estratégica se aperfeiçoa</p>

da estratégia de saída	cumprimento de diversas etapas preparatórias que antecedem a venda dos ativos ao público geral, em especial, o cumprimento de normas regulatórias da CVM ou da SEC.	com a pactuação de negócio jurídico entre as partes interessadas. É certo que há limites legais que devem ser observados, mormente a legislação civil de cada país, porém é seguro afirmar que a operação não se sujeitará ao mesmo escrutínio que a abertura de capital.
6 – Custos relacionados à execução da estratégia de saída	<p>✗</p> <p>O processo de abertura de capital demanda a contratação de profissionais diversos (auditores, advogados, instituição <i>underwriter</i>), o que eleva os custos da operação, como visto na Tabela 2.</p>	<p>✓</p> <p>A venda estratégica também demanda o pagamento de honorários a advogados e demais profissionais envolvidos na concretização da operação, porém não foram identificados durante a pesquisa relatos de que esses custos alcançariam valores desvantajosos à startup. Cumpre citar, ainda, a possibilidade de a companhia incumbente arcar com os custos da operação, por possuir a sua disposição os profissionais e os recursos necessário para auxiliar no processo de venda.</p>
7 – Burocracia e custos relacionados à manutenção da empresa após a execução da estratégia de saída.	<p>✗</p> <p>Uma vez convertida em sociedade anônima de capital aberto, a companhia deverá observar uma série de outros encargos e montar estrutura capaz de suprir suas novas necessidades, como, por exemplo, a estruturação de área de relacionamento com os investidores, o que também se demonstra custoso.</p>	<p>✓</p> <p>Não há evidências de que a incorporação de uma startup geraria despesas fixas superiores àquelas possuídas por ambas startup e companhia incumbente antes da operação. Na verdade, a tendência é de redução dos custos operacionais após a operação.</p>
8 – Permanência e As autonomia do time fundador da empresa após a operação	<p>✓</p> <p>Na saída pela via da abertura de capital, o time fundador geralmente se mantém no controle da empresa, ou ao menos em cargos diretivos, e terá como propósito expandir os negócios ou consolidar a companhia no mercado.</p>	<p>✗</p> <p>Na venda estratégica, a startup ficará à mercê do que ditar a companhia incumbente. Há relatos de estruturas que conferem maior autonomia ao empreendedor após a aquisição, assim como também há evidências de demissões de funcionários da startup, descontinuação de produtos e serviços desenvolvidos pela startup e perda de controle do time fundador em favor da companhia incumbente.</p>

Pontuação	2	7
------------------	----------	----------

Fonte: Elaboração própria, com base nos resultados encontrados em: FGV (2005), RIBEIRO e ALMEIDA (2005), SILVA (2019), ABVCAP (2020), GOMPERS e LERNER (2016), MCCREARY e LEMLEY (2020).

Por fim, a despeito de todas as razões que dificultam a abertura de capital no Brasil, é necessário ressaltar que à época da escrita deste trabalho o mercado de capitais brasileiro vivia momento favorável, tendo a Bolsa de Valores atingido sua máxima histórica em junho de 2021, com o IBOVESPA, principal índice de nosso mercado acionário, alcançando a marca de 130.776,27 pontos⁷⁰. Além disso, o número de investidores individuais aumentou exponencialmente nos últimos anos⁷¹, conforme aponta estudo realizado pela B3. Em 2018, cerca de 700 mil brasileiros investiam na Bolsa de Valores, contra 3.2 milhões, em junho de 2021.

Importante mencionar, também, que a CVM, ciente de seu papel no fomento do mercado de capitais, propôs novo regime para as ofertas públicas de valores mobiliários e organizou audiência pública para discutir as mudanças propostas com a sociedade civil⁷². Dentre as alterações sugeridas, consta a ampliação das hipóteses em que as companhias emissoras poderão aderir ao procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de ações, inclusive abrangendo as ofertas iniciais de ações (IPO). No procedimento simplificado, o pedido de registro da oferta de ações é analisado primeiramente por entidade autorreguladora conveniada à CVM e depois é remetido a autarquia para resposta no prazo de 7 dias úteis.

Assim, os resultados recentes da bolsa de valores brasileira somados às estratégias empreendidas pela CVM para fomento do mercado de capitais brasileiro parecem proporcionar prognóstico positivo para a abertura de capital no Brasil. Restará acompanhar as mudanças a serem experimentadas pelo mercado de capitais brasileiro e observar se startups emergentes vislumbrarão na abertura de capital uma possibilidade de manter e expandir seus negócios.

⁷⁰ Evolução diária do IBOVESPA. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em Jul. 2021.

⁷¹ Uma análise da evolução dos investidores na B3 - Agosto de 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/EC/B5/B4/6F/6C63B71027085EA7AC094EA8/Book_PF-Agosto2021.pdf. Acesso em Ago. 2021.

⁷² **CVM propõe novo regime para as ofertas públicas.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-propoe-novo-regime-para-as-ofertas-publicas>. Acesso em Setembro de 2021.

II.5. O CORPORATE VENTURE CAPITAL COMO AMBIENTE DE INTERAÇÃO ENTRE AS EMPRESAS INCUMBENTES E STARTUPS EM PROCESSO DE FINANCIAMENTO

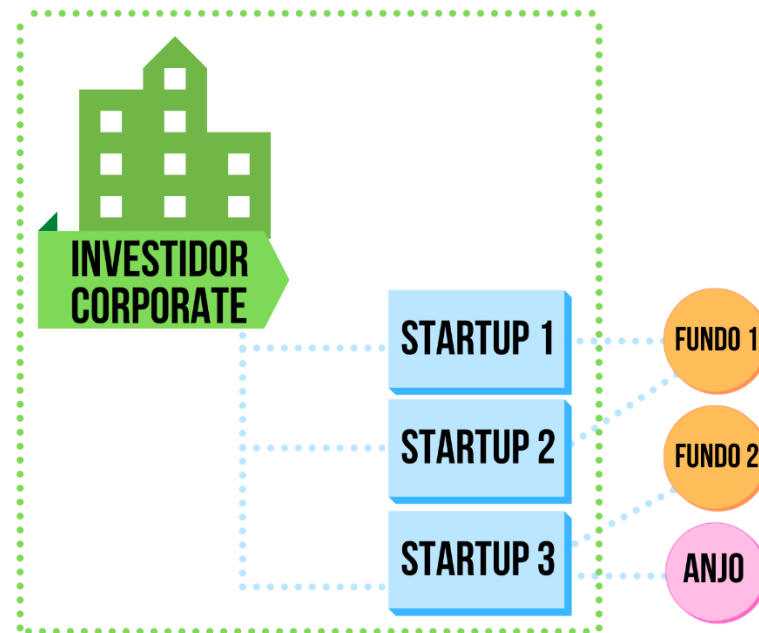
Dentro do mercado de financiamento de startups por fundos de venture capital, há ainda que se ressaltar uma prática empresarial que tem ganhado corpo no últimos anos, o Corporate Venture Capital (“CVC”), que consiste na criação de divisões especializadas dentro de companhias já estabelecidas para realizar investimentos em inovação por meio da aquisição de participação societária em startups inseridas no mesmo mercado em que atua empresa investidora, ou, ao menos para promover a aproximação entre as startups e a empresa investidora (TOSCHI, 2009)⁷³. Nesse sentido, a autora elucida que não são práticas relacionadas ao financiamento por CVC as operações de fusões e aquisições, o investimento em áreas de Pesquisa & Desenvolvimento (“P&D”) internas, as *joint ventures*⁷⁴ e o financiamento por *venture capital tradicional* conforme descrito no capítulo anterior.

A principal semelhança entre o CVC e o *venture capital* tradicional é que, em ambas as modalidades de investimento, o fundo investidor aporta recursos na empresa investida em troca da aquisição de participação societária ou de títulos conversíveis em cotas ou ações da empresa. Outro ponto de convergência é o risco associado ao investimento, ante a possibilidade de fracasso do empreendimento inerente às startups (TOSCHI, 2009). No entanto, no financiamento de startups por CVC, a empresa investidora assume, simultaneamente, o papel dos investidores passivos (haja vista que a empresa aporta recursos próprios para possibilitar os investimentos nas startups selecionadas) e o papel dos gestores de fundos (pois, geralmente, é a empresa investidora quem decide quais startups receberão investimentos e em que condições). No geral, iniciativas de CVC assumem estrutura mais simplificada do que a dos fundos de venture capital tradicional (vide figura 6, como se depreende a ilustração abaixo:

⁷³ TOSCHI, Laura. **Corporate Venture Capital: how established firms use external resources to create new competencies**. Dissertação de doutorado, Università di Bologna, Março de 2009.

⁷⁴ Na lição de Ana Frazão, a *joint venture* contratual, em apertada síntese, consiste na associação entre duas ou mais empresas para o exercício de uma empresa comum, mantendo cada uma sua independência e autonomia. FRAZÃO, Ana. **Direito da concorrência : pressupostos e perspectivas**. São Paulo. Saraiva, 2017.

Figura 11 – Possível estrutura de investimentos em *corporate venture capital*.



Fonte: Elaboração própria.

No exemplo acima, o “investidor corporativo” representa a companhia que decide pela criação de um projeto de aproximação e investimento em startups. Uma mesma empresa investidora poderá aportar recursos em mais de uma startup. As empresas investidas, por sua vez, poderão receber aportes de outros investidores, como fundos de investimento (em laranja), investidores-anjo (em rosa), dentre outros. Não obstante, a linha pontilhada verde em torno da empresa investidora e das startups representa que as últimas estão limitadas ou atreladas às decisões da primeira. O exemplo acima não representa a regra no mercado de *corporate venture capital*, uma vez que podem existir estruturas nas quais as startups detenham autonomia em relação à empresa investidora, como, por exemplo, nos casos em que a investidora possui apenas participação minoritária na startup.

Conforme aponta (MA, 2019), empresas estabelecem divisões internas para operacionalizar os investimentos em CVC por duas principais razões: (i) para sanar fragilidades ou problemas em seus processos internos de inovação, de modo que a aproximação às startups, objetivando ou não a aquisição destas, poderá revitalizar as áreas de Pesquisa e Desenvolvimento (“P&D”)⁷⁵ dentro da empresa, proporcionando à investidora melhores

⁷⁵ Ao longo da pesquisa, foi identificada a utilização do termo Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) ou Research & Development (R&D) em diversas ocasiões, geralmente em referência ao setor encarregado de desempenhar pesquisas de mercado e propor o desenvolvimento de novos produtos no âmbito de uma companhia. O termo

condições de competição em determinado mercado; e (ii) para maximizar suas vantagens competitivas, no caso de empresas investidoras que já possuem áreas de P&D pujantes e bem sucedidas, mas que podem se valer das novas tecnologias desenvolvidas pelas startups para complementar os produtos e serviços já ofertados pela empresa.

Para o autor, a natureza corporativa do CVC emancipa as empresas investidoras do objetivo único de buscar o puro retorno financeiro - sendo esse o objetivo geral dos investidores em venture capital tradicional. Diferentemente, as empresas investidoras veem o CVC, principalmente, como modalidade de investimento estratégica, com o objetivo de beneficiar a inovação corporativa interna pelo desenvolvimento de estratégias de inovação junto à startup ou pela aquisição direta desta (MA, 2019).

CHEMMANUR et al (2013) apontam outras diferenças entre os fundos de CVC e os fundos de venture capital tradicionais, ou “independentes”, conforme nomenclatura adotada pelos autores, além dos objetivos dos dois tipos de investimento. São estas: a estrutura do veículo de investimentos e o mecanismo de remuneração dos gestores do fundo.

No que tange à estrutura do veículo de investimentos, os fundos de CVC geralmente são concebidos na forma de subsidiárias da empresa investidora, a princípio, sem um prazo determinado para sua duração, enquanto que os fundos de venture capital tradicionais são estruturados no modelo de *limited partnership*, regidos por um contrato que estipula o termo final para retorno dos investimentos feitos pelos *limited partners*.

Quanto à remuneração dos gestores dos fundos, conforme abordado no Capítulo anterior, no modelo tradicional de venture capital, a remuneração dos gestores do fundo é composta por uma parcela fixa, calculada sobre os recursos aportados no fundo, e uma parcela variável, calculada sobre a performance do fundo, ou seja, o retorno financeiro gerado aos investidores passivos. Nas iniciativas de CVC, diferentemente, os gestores do fundo (geralmente funcionários da empresa investidora) recebem salários fixos. Eventuais bônus salariais estariam atrelados ao atingimento de metas empresariais no âmbito da empresa investidora, não da startup investida.

Importante ressaltar, contudo, que nem sempre as iniciativas de CVC adotarão o mesmo modelo estrutural ou estratégia de investimentos. Em levantamento realizado pela 500 Startups,

também é utilizado como uma categoria de despesa que pode ocorrer em uma companhia. Nesse último sentido, por exemplo, fala-se genericamente em “investir em P&D”, o que pode ocorrer, por exemplo, pela aquisição de uma startup ou da tecnologia por essa desenvolvida com o objetivo de complementar os produtos e serviços da empresa compradora.

em 2019⁷⁶, junto a 101 iniciativas de CVC de 35 países diferentes, foram identificados diversos perfis de fundos de CVC⁷⁷, classificados de acordo com três critérios: (i) retorno (subdividido em financeiro ou estratégico), a depender dos objetivos do fundo, se são esses mais ou menos direcionados ao aumento do valor de mercado das startups investidas como estratégia de obtenção de retornos financeiros em eventual desinvestimento da empresa investidora ou à obtenção de ganhos diversos, como a incorporação de tecnologias desenvolvidas pela startup investida; (ii) cultura (subdividida em corporativa ou empreendedora), a depender de como ocorre a tomada de decisões no âmbito do fundo, se essa tende a ser mais hierárquica e sistêmica, fluindo dos altos escalões da empresa investidora para camadas mais inferiores ou o contrário, sendo fruto de processos criativos mais espontâneos; e (iii) nível de autonomia (subdividido em integrado ou autônomo), a depender do nível de integração entre a estrutura fundo de CVC e a empresa investidora. A título de exemplo, é possível que a iniciativa de CVC consista apenas na alocação de determinada quantidade de recursos para investimento em startups e na designação de profissionais específicos para a administração desses recursos no âmbito da empresa investidora, ou, de forma diversa, a iniciativa de CVC pode ser constituída sob a forma de pessoa jurídica distinta da companhia investidora, que poderá desfrutar de maior autonomia para administração de seus recursos.

O mercado de CVC tem crescido mundialmente. De acordo com o “The 2020 Global CVC Report”⁷⁸, relatório anual sobre o mercado realizado pela CBInsights, em 2020, globalmente, foram divulgadas 3.359 operações envolvendo fundos de CVC, correspondentes a um total de U\$ 73.1 bilhões. A título de comparação, em 2016, foram divulgadas 2.181 operações de CVC, correspondentes a U\$ 32.9 bilhões, restando nítida a evolução dessa modalidade de investimento nos últimos anos. O cenário do CVC no Brasil ainda é evidentemente incipiente. De acordo com o relatório “Corporate Venture Capital”⁷⁹, elaborado

⁷⁶ **Unlocking Corporate Venture Capital.** Disponível em: <http://go.500.co/unlocking-corporate-venture-capital>. Último acesso em Jun. 2021.

⁷⁷ Dentre os perfis elaborados pelo relatório, cita-se, como exemplo, os Hunters (“caçadores”, em inglês) são caracterizados pela busca de retornos financeiros concretos e rápidos e geralmente investem em mais projetos do que a média. Já os Explorers (“exploradores”, em inglês) investem em menos projetos, mas privilegiam a busca por retornos estratégicos, mediante integração da empresa investida às suas redes de distribuição de produtos e serviços.

⁷⁸ **The 2020 Global CVC Report.** Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2020/>. Último acesso em 30/04/2021.

⁷⁹ **Corporate Venture Capital.** Disponível em: <https://www.boostlab.com.br/wp-content/uploads/2021/01/Report-boostLAB-CVC.pdf>. Último acesso em 30/04/2021.

pelo BoostLAB (parceria entre a ACE Startups e o grupo BTG Pactual), os investimentos em CVC na América Latina correspondem a apenas 2% dos investimentos globais nesta modalidade. Além disso, o relatório publicado em janeiro de 2021 também aponta que 62% das iniciativas de CVC brasileiras foram concebidas nos últimos dois anos, corroborando para a afirmação de que se trata de prática de mercado ainda muito recente no contexto nacional. Não obstante, a tendência é que o cenário se desenvolva e experimente crescimento nos próximos anos, assim como ocorre a nível global. Um indicativo de que esse mercado tende a crescer é o fato de que diversas companhias brasileiras de renome estão lançando suas próprias iniciativas de CVC, como é o caso da Natura, Buscapé, Locaweb, Itaú, Bradesco, Algar Ventures, Santander InnoVentures, Porto Seguro, dentre outras.

Grandes companhias de base tecnológica há anos coordenam braços de CVC, como é o caso da Amazon, Alphabet (Google), Microsoft, Intel, dentre outras. Nesse sentido, a Google Ventures, a Amazon Alexa Fund e a M12 (da Microsoft), em atuação desde 2009 e 2016, respectivamente, são três das mais ativas iniciativas de CVC do mundo. De acordo com o relatório da CBInsights, a Google Ventures, fundo de CVC mais ativo em 2020, investiu em mais de 81 empresas naquele ano. Conforme registrado na base de dados da Crunchbase, desde sua concepção, a Google Ventures já realizou 834 investimentos e 189 desinvestimentos, a Amazon Alexa Fund, por sua vez, realizou 107 investimentos e 14 desinvestimentos, enquanto a M12 realizou 163 investimentos e 17 desinvestimentos.

Recentemente, a prática tem se difundido a companhias de ramos diversos, as quais têm lançado suas próprias iniciativas de CVC, a título de exemplo, cita-se a Kellogg e Kraft Heinz, do ramo de produtos alimentícios, a Starbucks, rede de cafeterias, a Toyota Motor, fabricante de carros e a JetBlue, companhia aérea.

Em entrevista à revista de investimento Barrons, Bonny Simi, responsável pela administração da iniciativa de CVC da JetBlue (a Jetblue Technology Ventures), ressaltou que a estratégia de investimentos da empresa é predominantemente focada em startups que podem torná-la mais eficiente e capaz de gerar maiores receitas. A companhia aérea, em sua página online, exterioriza a mensagem de que a sua iniciativa de CVC visa a investir e formar parcerias com startups em estágio inicial de desenvolvimento inseridas nas indústrias de transporte e hotelaria. Ademais, a companhia diz prover muito mais do que apenas o financiamento das startups selecionadas pelo programa, como, por exemplo, prestar orientação continuada, proporcionar conexões entre as startups e poderosos participantes da indústria, propiciar

oportunidades de prova de conceito⁸⁰ para os produtos desenvolvidos pelas startups e, em alguns casos, incubar⁸¹ startups em seu escritório o Vale do Silício⁸².

Forte nessas razões, a companhia aérea investiu em startups tais como a Flyn, que desenvolveu um software de inteligência artificial para otimizar a precificação de passagens aéreas e a Gladly, uma plataforma de tecnologia de serviços de atendimento ao cliente, para ajudar a JetBlue a modernizar seus sistemas de chat em tempo real com seus clientes. Nesses dois exemplos, é nítida a motivação por trás dos investimentos realizados pela JetBlue: incrementar ou complementar os produtos já ofertados pela companhia aérea.

Cumprido destacar, também, o investimento realizado na Joby Aviation, uma das startups mais promissoras no campo da aviação elétrica, que está desenvolvendo uma frota de aeronaves elétricas de quatro lugares para transporte urbano sem emissão de gases poluentes⁸³. Nesse exemplo, as motivações da JetBlue podem ser diversas: diversificar seus produtos e serviços, ainda que indiretamente, mediante a retenção de participação societária na Joby Aviation quando esta finalmente lançar seus produtos no mercado; acompanhar a evolução de um mercado que poderá eclodir nos próximos anos; incorporar a startup investida, caso as circunstâncias permitam; ou mesmo obter retorno financeiro pelo desinvestimento em eventual venda estratégica ou abertura de capital da empresa investida.

Verifica-se, portanto, que a operacionalização de iniciativas de CVC dentro de companhias já estabelecidas também pode ser uma estratégia a ser perseguida pelas empresas com o objetivo de terceirizar investimentos em Pesquisa & Desenvolvimento; sanar

⁸⁰ Prova de conceito é a validação da solução proposta pela startup em um ambiente simulado, geralmente apresentada pela startup a uma empresa parceira ou companhia interessada em adquirir a startup ou a sua tecnologia. No ordenamento jurídico brasileiro, o termo “prova de conceito” é mencionado na Instrução Normativa nº 1 de 4 de abril de 2019 da Secretaria de Governo Digital do Ministério da Economia, que trata sobre o processo de contratação de soluções de tecnologia pelo Governo Federal. Muito embora o termo seja utilizado em outro contexto, o propósito é similar àquele da prova de conceito no ecossistema de startups, qual seja, uma demonstração do produto ou serviço que se busca adquirir ou contratar. Nos termos da referida Instrução Normativa: *XXIV - Prova de Conceito: amostra a ser fornecida pelo licitante classificado provisoriamente em primeiro lugar para realização dos testes necessários à verificação do atendimento às especificações técnicas definidas no Termo de Referência ou Projeto Básico.*

⁸¹ Como visto no Capítulo I, as incubadoras e aceleradoras são organizações que objetivam prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico às startups em estágio inicial de desenvolvimento.

⁸² **Big Corporations Are Rushing Into Venture Capital.** That May Not Be a Good Thing. Disponível em: <https://www.barrons.com/articles/big-corporations-are-rushing-into-venture-capital-that-may-not-be-a-good-thing-51582936617>. Último acesso em Jun. 2021.

⁸³ **EVTOL startup Joby Aviation is going public with a \$6.6 billion valuation and plans to start passenger flights in 2024 — here's what we know about the company.** Disponível em: <https://www.businessinsider.com/what-we-know-about-joby-aviation-evtol-startup-2021-3>. Último acesso em Jun. 2021.

deficiências em seus processos de inovação internos; incrementar ou complementar seus produtos e serviços; incorporar startups inseridas nos mesmos mercados em que atua a empresa incumbente.

Com o crescimento desta prática a nível global e a participação significativa das iniciativas de CVC de grandes empresas que atuam em mercados digitais, como a Google e a Microsoft, o mercado de CVC poderá também servir como elemento facilitador das aquisições de startups por grandes empresas em posição dominante nos mercados digitais e poderá ensejar preocupações de ordem concorrencial talvez mais agudas que o financiamento por *venture capital* tradicional, pois no investimento de CVC a aproximação entre a empresa investidora e startup investida costuma ocorrer desde os estágios iniciais de desenvolvimento da última. Alguns autores e estudos têm sustentado a teoria de que essa prática de aquisição de startups em estágios iniciais por empresas em posição dominante serve o propósito de eliminar concorrentes em potencial, preservando a empresa incumbente em sua posição privilegiada, em prejuízo à concorrência. Essa questão será abordada no Capítulo III.

Ante o exposto, evidencia-se que existe sim uma relação entre o mercado de financiamento de startups e o grande volume de aquisições de startups que vem sendo experienciado, mostrando que não se trata de um fenômeno decorrente unicamente do notório poder econômico das grandes empresas de tecnologia. A primeira correlação identificável diz respeito ao objetivo geral do processo de financiamento das startups por fundos de *venture capital* — proporcionar um evento de liquidez ao final do processo de financiamento, no qual os agentes econômicos poderão experimentar ganho de capital com a venda total ou parcial de sua participação societária. Com efeito, se todo o processo é orientado para a criação desse evento e se esse evento, na maioria das vezes, pode ocorrer de apenas duas formas (venda das ações da companhia no mercado de capitais ou venda da companhia a outra empresa), é natural que o crescimento desse mercado intensifique, também, o volume de um desses dois desfechos, ou de ambos.

Entretanto, verifica-se que não ocorreu um aumento no número de ofertas públicas iniciais de ações nos Estados Unidos (IPO), a despeito do crescimento do mercado de *venture capital*. Nesse contexto, também identificamos que atualmente as gestoras de fundos têm preferência pela venda da startup a outra empresa e, nesse contexto, podem influenciá-la a seguir esse rumo em detrimento da manutenção de sua independência. Essa é a segunda correlação identificada entre esse mercado e a compra e venda de startups nos mercados digitais.

Por fim, analisamos alguns aspectos do *Corporate Venture Capital* (CVC), outra modalidade do financiamento de startups com recursos de *venture capital* e identificamos que essa modalidade é um elemento facilitador das aquisições de startups por grandes empresas em posição dominante nos mercados digitais e poderá ensejar preocupações de ordem concorrencial talvez mais agudas que o financiamento por *venture capital* tradicional, pois no investimento de CVC a aproximação entre a empresa investidora e startup investida costuma ocorrer desde os estágios iniciais de desenvolvimento da última. Essa constatação pode ser entendida como a terceira correlação entre o mercado de financiamento de startups e a concentração econômica nos mercados digitais.

III. A QUEM INTERESSA A INCORPORAÇÃO SISTEMÁTICA DE STARTUPS POR EMPRESAS DOMINANTES? – OS POTENCIAIS EFEITOS ANTICOMPETITIVOS E OS EFEITOS BENÉFICOS DECORRENTES DA PRÁTICA

Como apontado por Lancieri (2020)⁸⁴ em Documento de Trabalho elaborado para o CADE⁸⁵, vivenciamos em tempos recentes uma significativa mudança na estrutura econômica de diversos países. Observa-se, por exemplo, a implementação da automação e da inteligência artificial em diversos produtos e serviços cotidianos, bem como a crescente importância dos dados pessoais e o alto grau de conectividade das redes e plataformas, fenômenos esses que redefinem com rapidez os parâmetros de oferta e demanda por determinados produtos e serviços, em especial aqueles ofertados total ou parcialmente por intermédio de plataformas digitais. Nessa conjuntura, agentes econômicos lançam mão de novas estratégias para conquistar e manter sua posição no mercado.

Por outro lado, autoridades de defesa da concorrência das mais variadas jurisdições ainda encontram dificuldades em compreender a dinâmica dos chamados mercados digitais com rapidez suficiente para, de forma tempestiva, reprimir a prática de condutas anticompetitivas ou perquirir os potenciais efeitos anticompetitivos de atos de concentração envolvendo empresas que ofertam produtos e serviços em mercados digitais.

Nesse aspecto, é importante ressaltar que a atuação das autoridades de defesa da concorrência é pautada pela legislação de cada jurisdição, o que, por vezes, pode limitar a atuação das autoridades, sendo esse um dos motivos pelos quais alguns autores sugerem a necessidade de serem realizadas mudanças legislativas capazes de adaptar a atuação das autoridades à dinâmica dos mercados digitais. Outros autores, por sua vez, recomendam o desenvolvimento de novas “teorias do dano” para compreensão e regulação dos mercados digitais, a partir da constatação de que os testes econômicos já consolidados na jurisprudência antitruste são embasados em “mercados tradicionais”, substancialmente distintos dos digitais. Há, ainda, quem proponha soluções diversas, como o investimento em capacitação técnica dos profissionais das autoridades da concorrência em temas afeitos aos mercados digitais ou o estabelecimento de um maior nível de integração entre essas autoridades e demais agências

⁸⁴ LANCIERI, Filippo Maria; SAKOWSKI, Patrícia Alessandra Morita. **Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Departamento de Estudos Econômicos. Documento de Trabalho nº 005/2020. Brasília, agosto de 2020.

⁸⁵ O Documento de Trabalho nº 005/2020 do Departamento de Estudos Econômicos do CADE revisou as principais publicações de autoridades de defesa da concorrência e centros de pesquisa sobre o tema dos mercados digitais.

reguladoras (como aquelas que tratam da proteção de dados pessoais, do mercado de capitais, da proteção ao consumidor, da regulação dos serviços de telecomunicações, dentre outras) como forma de examinar, em múltiplas frentes, as condutas das companhias que desfrutam de posição dominante nos mercados digitais.

Assim, muito embora se observe divergências na literatura quanto à identificação dos caminhos mais adequados para aprimoramento da atuação antitruste frente aos mercados digitais, verifica-se que os estudiosos em grande parte convergem para a conclusão de que a defesa da concorrência se vê um passo atrás de alguns agentes econômicos, pairando um receio de que condutas anticompetitivas perpetradas pelas grandes companhias atuantes em mercados digitais não estariam nem sequer sendo examinadas, uma vez que as referidas condutas supostamente anticompetitivas estariam ocorrendo fora do campo de visão das autoridades.

Nesse contexto, uma das preocupações que vem sendo frequentemente suscitada em estudos recentes diz respeito justamente à aquisição sistemática de startups por grandes companhias atuantes em mercados digitais. Essas aquisições podem se enquadrar em hipóteses de “aquisição de concorrentes potenciais”, “aquisição de concorrentes nascentes ou emergentes” e “aquisição assassina (*killer acquisition*)”, cujas definições serão discutidas a seguir. Referidas operações, por sua vez, podem estar ocasionando a eliminação de empresas que viriam a concorrer com as grandes companhias. De acordo com essas teorias, a eliminação dessas empresas resultaria em potenciais efeitos anticompetitivos, em especial a criação de barreiras à entrada de novos concorrentes e um possível desestímulo geral à inovação tecnológica.

Neste capítulo, será abordado brevemente o debate a respeito dessas categorias de aquisições e dos potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes do grande volume de operações envolvendo startups e grandes empresas (III.1). Os contornos dessas teorias serão contrastados com os efeitos benéficos da compra e venda de startups (III.2), à luz das constatações sobre o mercado de financiamento de startups feitas nos Capítulos 1 e 2.

III.1. Os POTENCIAIS EFEITOS ANTICOMPETITIVOS DA AQUISIÇÃO SISTEMÁTICA DE STARTUPS: A TEORIA DAS *KILLER ACQUISITIONS* E SUA APLICABILIDADE NOS MERCADOS DIGITAIS

Em meio à constatação de que a legislação em matéria de defesa da concorrência não acompanhou o desenvolvimento acelerado dos mercados digitais nos últimos anos e o dinamismo próprio desses mercados, houve produção científica acerca da necessidade de se

desenvolver “teorias do dano” ou mesmo adaptar as teorias já existentes para auxiliar as autoridades de defesa da concorrência na compreensão dos mercados digitais. Nesse tocante, Beatriz Kira e Diogo Coutinho (2021)⁸⁶ identificam que o termo “teoria do dano” é geralmente utilizado para descrever, de forma lógica e estruturada, as razões pelas quais determinadas condutas podem afetar negativamente a concorrência.

Conforme apontam os autores, em termos práticos, as teorias do dano objetivam testar o poder de mercado e a dominância de certos agentes econômicos, assim como identificar os interesses e incentivos que orientam esses agentes no mercado. Buscam, ainda, traçar nexos de causalidade entre a conduta ou ato de concentração em análise e possíveis efeitos anticompetitivos. É necessário, portanto, que sejam teses concretas e plausíveis, preferencialmente lastreadas em evidências empíricas e lógica econômica (KIRA e COUTINHO, 2021).

No contexto da análise dos mercados digitais sob a perspectiva do direito da concorrência, o desenvolvimento de novas teorias do dano (ou mesmo o aprimoramento e adaptação das já existentes) serviria o propósito de adicionar novas ferramentas ao arsenal das autoridades de defesa da concorrência, para que a essas seja possível atuar de forma eficaz na repressão de condutas anticompetitivas e no controle de estruturas dos mercados digitais (KIRA e COUTINHO, 2021).

Nessa esteira, visando a desenvolver uma teoria do dano para o fenômeno da aquisição de concorrentes em estágios iniciais de desenvolvimento, ganhou destaque internacional a publicação intitulada “Killer Acquisitions”, de autoria de Colleen Cunningham, Florian Ederer e Song Ma (2018)⁸⁷, em que os autores investigam uma série de operações de aquisição ocorridas no setor farmacêutico, nas quais seria possível identificar a intenção da companhia incumbente em descontinuar o produto desenvolvido pelas empresas compradas, uma vez que referidos produtos ou a própria empresa apresentariam riscos atuais ou potenciais à fatia de mercado detida pela companhia incumbente.

A teoria das *killer acquisitions* em CUNNINGHAM et al (2018) sugere que a companhia incumbente possuiria mais incentivos econômicos para adquirir a empresa concorrente do que disputar o mercado com essa, hipótese em que a incumbente perderia parte de sua receita para a concorrente. Além disso, a empresa incumbente não teria incentivos para

⁸⁶ KIRA, Beatriz; e COUTINHO, Diogo R.. **Ajustando as lentes: Novas teorias do dano para plataformas digitais**. p. 82-103 RDC, Vol. 9, nº 1. Junho 2021 ISSN 2318-2253, DOI: 10.62896/rdc.v9i1.734.

⁸⁷ CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. **Killer Acquisitions**. Working Paper, 2018.

continuar desenvolvendo os produtos da empresa concorrente comprada, pois assim estaria incorrendo em gastos teoricamente desnecessários, uma vez que já possui produto semelhante àquele que vinha sendo desenvolvido pela empresa comprada. Assim, na tese encampada pelos autores, as *killer acquisitions* se caracterizam pela (i) aquisição de um concorrente; (ii) a necessidade de que os produtos, serviços ou projetos da empresa comprada ainda se encontrem em fase de desenvolvimento (iii) descontinuação dos produtos, serviços ou projetos desenvolvidos empresa comprada pela incumbente; (iv) intenção da incumbente de se resguardar quanto aos riscos econômicos de existir competição futura entre a primeira e a empresa comprada.

O relatório elaborado pela OCDE (2020) adota a definição de *killer acquisitions* difundido por CUNNINGHAM et al (2018), reforçando que a substitutibilidade dos produtos ou serviços ofertados pela empresa comprada e os ofertados pela incumbente seria uma característica definidora da prática de *killer acquisition*.

Nesse aspecto, o relatório alerta que, em mercados de múltiplos lados, a investigação a respeito da ocorrência de uma *killer acquisition* deve atentar para o fato de que determinado produto ou serviço pode ser complementar para um dos lados do mercado, mas não para o outro. Assim, caso sejam observadas apenas as relações de complementaridade e não as de substitutibilidade, muitas concentrações horizontais poderão ser entendidas como concentrações verticais, afastando-se indevidamente o risco de se estar diante de uma *killer acquisition* (OCDE, 2020).

A título de exemplo, o Instagram é visto como uma rede social na qual seus usuários podem compartilhar fotos, vídeos e textos com o público geral ou com um círculo fechado de outros usuários, a critério do usuário que realizou a publicação. O Instagram também é uma plataforma que conecta esses mesmos usuários a anunciantes diversos, selecionados e apresentados aos usuários com base em suas preferências pessoais, aferidas a partir dos dados coletados durante a interação do usuário com a plataforma. A mesma plataforma também abriga comerciantes de produtos e serviços diversos, que, ao se cadastrarem como usuários, podem integrar suas lojas próprias ao perfil que possuem na plataforma e negociar seus produtos e serviços com outros usuários. Assim, o Instagram pode ser caracterizado como uma plataforma que proporciona a interação de grupos com interesses distintos.

Nesse sentido, caso o Facebook (grupo empresarial controlador do Instagram) adquirisse a rede social Clubhouse, cujo atributo mais divulgado é a possibilidade de criar salas de bate-papo por voz, seria possível alegar que se trataria da integração de um produto ou

serviço complementar ao Instagram, de modo que não seria o Clubhouse um concorrente direto do Instagram. Por outro lado, caso se considere que o usuário do Clubhouse, assim como o do Instagram, é defrontado com anúncios comerciais enquanto utiliza o aplicativo, seria possível dizer que as plataformas são, na verdade, concorrentes no mercado de oferta de anúncios em redes sociais.

O relatório da OCDE trata, ainda, daquilo que classifica como outra teoria do dano distinta das *killer acquisitions* — as aquisições de competidores nascentes (“*nascent acquisitions*”), caracterizadas pelas operações em que a empresa comprada ainda não ofertava seus produtos e serviços no mercado ou o fazia de modo incipiente, causando incertezas quanto à existência de concorrência atual ou potencial entre a empresa comprada e a incumbente. Nesse entendimento, uma aquisição de competidor nascente pode ser, também, uma *killer acquisition*, desde que se identifique a sobreposição horizontal entre as empresas e a intenção de eliminar a concorrência, além de que ocorra a descontinuação do produto ou serviço após a operação (OCDE, 2020).

Finalmente, o relatório aborda a teoria do dano da aquisição de concorrente em potencial (“*nascent potential competitor acquisition*”), que consiste na aquisição de outro agente cujos produtos e serviços podem vir a rivalizar aqueles da incumbente, de modo que a aquisição da empresa serviria o propósito de inibir o surgimento de competição futura entre as empresas, mas não pela via da descontinuação do produto, mas sim da integralização desse às atividades econômicas da incumbente (OCDE, 2020).

Em sentido semelhante, Levi Veríssimo (2021)⁸⁸ sugere que as *killer acquisitions* não formam categoria própria de atos de concentração (como são os atos de concentração vertical, horizontal e conglomerada), mas sim uma teoria do dano aplicável à análise dessas operações sob a perspectiva do Direito da Concorrência. O autor aponta, ainda, que o termo “*killer acquisition*” não encontra uma única definição na literatura sobre o tema ou na jurisprudência das autoridades e tribunais.

Tendo como marco teórico o conceito de *killer acquisitions* disseminado por CUNNINGHAM et al (2018), Levi Veríssimo (2021) aponta que a teoria conforme definida pelos autores teve como objeto de análise a indústria de medicamentos e, portanto, algumas das

⁸⁸ VERÍSSIMO, Levi Borges de Oliveira. **Killer Acquisitions: Teoria das aquisições eliminatórias e proteção da inovação nos mercados digitais sob a ótica da defesa da concorrência**, 2021. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade de Brasília. Brasília.

características definidoras das *killer acquisitions* segundo os autores contemplariam apenas o referido setor farmacêutico. Assim, para discutir a ocorrência de *killer acquisitions* nos mercados digitais, é necessário trazer para a reflexão elementos próprios desse mercado, buscando atualizar ou adequar a teoria aos atos de concentração vivenciados nesses mercados.

Nessa esteira, o autor aponta que o conceito de *killer acquisitions* defendido por CUNNINGHAM et al (2018) tem como um de seus requisitos a sobreposição horizontal entre a empresa comprada e a incumbente. Ocorre que essa assertiva pode ter decorrido das evidências empíricas coletadas pelos autores e próprias do mercado de medicamentos, em que as empresas incumbentes teriam mais incentivos para adquirir produtos com alto grau de substitutibilidade em relação aos seus próprios produtos, pois somente assim haveria concorrência a ser suprimida (VERÍSSIMO, 2021).

Nos mercados digitais, por outro lado, além da existência de mercados de múltiplos lados, o que dificulta a definição de mercados relevantes, é possível haver alto grau de complementaridade e/ou interação entre produtos e serviços que aparentam ser distintos em uma primeira análise. Assim, na visão do autor, em se tratando de *killer acquisitions* nos mercados digitais, deve ser flexibilizado o critério da necessidade de sobreposição horizontal das empresas, em outras palavras não é necessário que os produtos e serviços da empresa comprada possuam evidente grau de substitutibilidade em relação aos da empresa incumbente (VERÍSSIMO, 2021).

Além disso, VERÍSSIMO (2021) também destaca que, para CUNNINGHAM et al (2018), só estaria configurado um caso de *killer acquisitions* nas hipóteses de possível concorrência futura entre a empresa comprada e a incumbente. Nesse sentido, os casos de concentração entre dois agentes em um mercado em que há concorrência atual não poderiam ser caracterizados como *killer acquisitions*.

Novamente, o autor aponta que esse elemento pode ter sido considerado por CUNNINGHAM et al (2018) por influência da dinâmica do mercado de desenvolvimento de medicamentos, em que o produto é submetido a diversas etapas de testes em laboratório e ao cumprimento de diversas exigências regulatórias perante as agências de saúde, de modo que, em muitos dos casos analisados pelos autores, o produto almejado pela empresa incumbente realmente ainda não havia sido ofertado ao mercado, situação essa que não necessariamente ocorre nos mercados digitais, em que a inovação ocorre com mais rapidez ante a inexistência dos mesmos entraves encontrados no setor farmacêutico. O autor, portanto, conclui pela necessidade de se adotar conceito mais abrangente de *killer acquisitions* nos mercados digitais,

de modo a contemplar mais duas hipóteses em relação à teoria original: “(i) casos em que não há sobreposição horizontal – mesmo que potencial – como os de arranjos verticais e em conglomerado; e (ii) casos de concorrência atual, em que a inovação está completamente desenvolvida e em operação no mercado” (VERÍSSIMO, 2021).

Thales Lemos (2021)⁸⁹, por outro lado, defende a aplicação de um conceito de *killer acquisitions* ainda mais restrito que CUNNINGHAM et al (2018). Para o primeiro, não apenas é necessário que haja sobreposição horizontal entre a empresa comprada e a incumbente (substitutibilidade entre os produtos e serviços de ambas), como também é imprescindível que a incumbente detenha dominância relevante no mercado em análise. Na visão do autor, a dominância do mercado é um elemento próprio das *killer acquisitions* pois seria irracional do ponto de vista econômico uma empresa que não exerce dominância em determinado mercado desembolsar o valor necessário para a aquisição de um concorrente direto apenas para descontinuar suas atividades. Assim, o valor pago pela aquisição da empresa a ser eliminada estaria justificado e respaldado por uma análise prévia de quanto a empresa incumbente teria a perder com a concorrência com o rival. A *killer acquisition* pressuporia, então, não apenas a operação em si, mas o monitoramento ativo, pela empresa incumbente, do desenvolvimento de seus concorrentes no mercado.

LEMOS (2021) ainda diferencia as *killer acquisitions* das aquisições de concorrentes potenciais e das aquisições de concorrentes nascentes. Não é possível dizer, contudo, que esses dois últimos conceitos correspondem às teorias de “*nascent potential competitor acquisition*” e “*nascent acquisition*”, respectivamente, mencionados pelo relatório da OCDE, uma vez que o autor se vale de critérios distintos para classificar as operações de aquisição. Para consolidar todos os conceitos trabalhados acima e identificar as diferenças e semelhanças em cada abordagem, colaciona-se o quadro-resumo abaixo:

Tabela 4 – Comparação das definições para o termo “*killer acquisition*”

Autor(es)	Teoria do Dano	Horizontalidade do ato de concentração	Estágio de desenvolvimento	Intenção(ões) da incumbente com
-----------	----------------	--	----------------------------	---------------------------------

⁸⁹ LEMOS, Thales de Melo e. **Aquisição de Concorrentes Nascentes ou Killer Acquisitions em mercados digitais: uma análise de uma década de aquisições pelas Big Techs**, 2021. Dissertação de Mestrado em Economia, Políticas Públicas e Desenvolvimento. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP). Brasília.

			o da empresa comprada	a aquisição
CUNNINGHAM et al (2018); OCDE (2020)	<i>Killer acquisition</i>	Necessária sobreposição horizontal	Estágio inicial: hipótese em que o produto ainda não completamente desenvolvido, restrito, portanto, a uma ideia de concorrência futura e potencial	Eliminar o produto concorrente e/ou evitar a concorrência futura.
OCDE (2020)	<i>Nascent potential competitor acquisition</i>	Necessário evidenciar algum nível de substitutibilidade dos produtos ou serviços da empresa comprada e os da incumbente, uma vez que a empresa comprada se apresenta como uma ameaça futura à posição da incumbente em determinado mercado.	Não há definição quanto a um estágio de maturação específico, com a	Eliminar o concorrente pela via da aquisição, sem, contudo, ocasionar a descontinuação dos produtos e serviços que vinham sendo desenvolvidos pela empresa comprada.
OCDE (2020)	<i>Nascent acquisition</i>	Não há necessidade de que a concentração seja evidentemente horizontal, uma vez que há incerteza quanto à substitutibilidade dos produtos ou serviços da empresa comprada e os da incumbente.	Estágio inicial, caracterizado pela incerteza quanto à significância competitiva da empresa comprada em relação à incumbente.	O desfecho dos produtos e serviços desenvolvidos pela empresa comprada não importam para a definição do conceito.
LEMOS (2021)	<i>Killer acquisition</i>	É necessário que ambas empresa comprada e incumbente disputem o mesmo mercado, sendo que a incumbente se apresenta como agente dominante no referido mercado.	Estágio inicial, porém não atrelado à ideia de concorrência potencial ou futura. É necessário que o produto ou serviço da empresa comprada apresente algum grau de ameaça à incumbente para	Eliminar o produto ou serviço concorrente e/ou evitar a concorrência futura.

			que a operação seja considerada uma <i>killer acquisition</i> .	
LEMOS (2021)	Aquisição de concorrentes nascentes	A empresa comprada está no mercado da incumbente, porém esta última não se apresenta como agente dominante no mercado.	Estágio inicial, sem maiores especificações.	O desfecho dos produtos e serviços desenvolvidos pela empresa comprada não importam para a definição do conceito.
LEMOS (2021)	Aquisição de concorrentes potenciais	A empresa comprada está em mercado(s) adjacente(s) aquele(s) da empresa incumbente, porém a primeira exerce pressão competitiva sobre a última e poderia utilizar sua posição para passar a enfrentar diretamente a compradora.	Estágio inicial, sem maiores especificações.	O desfecho dos produtos e serviços desenvolvidos pela empresa comprada não importam para a definição do conceito.
VERÍSSIMO (2021)	<i>Killer acquisition</i>	Não é necessária sobreposição horizontal, pode se estar diante de uma <i>killer acquisition</i> em operações aparentemente verticais ou conglomeradas.	É possível ocorrer a <i>killer acquisition</i> mesmo quando se tratar de produto ou serviço já ofertados no mercado, isto é, nos casos de concorrência atual.	Eliminar o produto ou serviço concorrente e/ou evitar a concorrência futura.

Fonte: Elaboração própria, com base nas classificações propostas por CUNNINGHAM et al (2018), OCDE (2020), VERÍSSIMO (2021) e LEMOS (2021).

Observa-se, portanto, que o ponto de maior divergência entre os autores é a necessidade de haver ou não substitutibilidade entre os produtos da empresa comprada e da incumbente. Por outro lado, observa-se que o ponto de convergência entre todos os autores é o objetivo da empresa incumbente de eliminar a concorrência por meio da descontinuação das atividades da empresa comprada como elemento caracterizador da teoria do dano das *killer acquisitions*. Há convergência, também, em relação à identificação dos motivos pelos quais a hipótese de

estarem ocorrendo aquisições dessa sorte seria prejudicial à defesa da concorrência, quais sejam, a eliminação de concorrentes — que, por si só, tornaria o mercado menos contestável — e a descontinuação dos produtos e serviços que vinham sendo desenvolvidos pela empresa adquirida, na medida em que essa eliminação prejudicaria a inovação nos mercados digitais, pois produtos e serviços potencialmente melhores do que aqueles oferecidos ao consumidor estariam sendo descartados.

Desse modo, têm sido levantadas diversas possíveis soluções em resposta às supostas *killer acquisitions*. O relatório da OCDE apresenta, de forma resumida, algumas das sugestões quem têm sido investigadas pela literatura. A título de exemplo, cabe citar a sugestão de inverter o ônus da prova da licitude do ato de concentração envolvendo as startups, considerando-se a operação presumidamente anticompetitiva, exceto se provado o contrário, enquanto que a abordagem tradicional consideraria a operação presumidamente lícita e capaz de gerar eficiências e externalidades positivas (OCDE, 2020).

Outro exemplo de alternativa que vem sendo explorada é a revisão dos critérios de notificação obrigatória para controle prévio dos atos de concentração. Isso porque, em diversas jurisdições, inclusive no Brasil⁹⁰, é obrigatório a notificação da autoridade de defesa da concorrência apenas quando as empresas envolvidas na operação atingirem determinados valores de faturamento ou quando detiverem parcela relevante do mercado. Como visto no Capítulo 1, startups geralmente não têm a expectativa de gerar faturamento robusto e lucros líquidos no curto e médio prazo, de modo que a grande maioria das operações envolvendo esse tipo de empresa não seria alvo do controle prévio das autoridades — como já não vêm sendo, vide resultados do relatório elaborado pela autoridade de defesa da concorrência do Reino Unido⁹¹, em que nos últimos 10 anos, empresas como a Alphabet (grupo controlador da Google), Amazon, Facebook, Microsoft e Apple incorporaram cerca de 400 startups, totalizando cerca de 31,6 bilhões de dólares em investimento, não tendo sido nenhuma dessas aquisições barradas e pouquíssimas sequer foram discutidas, como nos casos do

⁹⁰ Nesse sentido, a Lei n.º 12.529/2011 estipula os critérios de notificação obrigatória do CADE para realizar o controle prévio dos atos de concentração, com enfoque no faturamento das empresas participantes na operação: Art. 88. Serão submetidos ao CADE pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

⁹¹ FURMAN, J. et al. **Unlocking digital competition: Report of the Digital Competition Expert Panel**. Londres, 2019

Facebook/Whatsapp e Google/Waze. Além disso, a análise da parcela de mercado detida por cada empresa envolvida na operação seria árdua e possivelmente imprecisa, diante das características próprias dos mercados digitais, nos quais é difícil a delimitação de mercados relevantes.

O presente trabalho, por seu escopo limitado, não se debruçou profundamente sobre o debate quanto aos objetivos do antitruste, em especial à proteção à inovação, bastando para os fins do presente adotar a conclusão de VERÍSSIMO (2021), no sentido de que a inovação é bem jurídico que deve ser tutelado pelo Direito da Concorrência, haja vista ser esse um elemento que contribui para a contestabilidade dos mercados, em especial os mercados digitais, que têm como uma de suas características a rapidez com que inovações são introduzidas ao mercado.

Este estudo também não se aprofundará sobre as diversas possíveis soluções para os potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes da aquisição sistemática de startups por grandes empresas de tecnologia, algumas mencionadas acima. Desse modo, na seção seguinte, apresentaremos alguns argumentos segundo os quais a dinâmica do mercado de financiamento de startups — inclusive o seu estado de coisas atual, em que se evidencia grande volume de aquisições de startups — é, na verdade, um motor de inovação e, portanto, pode contribuir positivamente para a concorrência nos mercados digitais.

III.2. OS EFEITOS BENÉFICOS DECORRENTES DA COMPRA E VENDA DE STARTUPS E DA DINÂMICA DO MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS

Como visto nos Capítulos 1 e 2, pela ótica do mercado de financiamento de startups, a venda de uma startup a outra empresa em estágio mais avançado é visto geralmente como um desfecho positivo para todos os agentes envolvidos (o time fundador da startup, os gestores de fundos de investimento em venture capital, os investidores passivos cotistas do fundo, os funcionários com opções de compra, etc.). Muito embora a vantajosidade desse desfecho tenha sido demonstrada com enfoque no aspecto financeiro da operação (todos os agentes supramencionados experimentam ganho de capital com a venda de sua participação na startup comprada), há, também, argumentos em defesa da dinâmica do mercado de financiamento de startups pela ótica da geração de incentivos à inovação e externalidades positivas aos consumidores.

Em linha, a professora Paula Forgioni (2017) desenvolve produtivo debate sobre o paradoxo do processo de concentração econômica⁹², em que “ao mesmo tempo em que a concentração de capitais é vista com útil ou até mesmo indispensável ao progresso e à eficiência do sistema produtivo, é também fator de instabilidade desse próprio sistema”⁹³.

Dentre os prejuízos decorrentes da concentração econômica, é possível mencionar, de forma geral, que a criação de monopólios ou oligopólios, confere aos agentes em posição dominante a possibilidade de agir com indiferença e independência em relação aos demais. São práticas anticompetitivas passíveis de serem evidenciadas em mercados altamente concentrados o aumento de preços, a perda de qualidade dos produtos e serviços ofertados, a criação de barreiras à entrada de novos concorrentes, dentre outras. No contexto dos mercados digitais é possível mencionar, ainda, algumas práticas anticompetitivas facilitadas pela dinâmica desse ecossistema, como o aumento de preços não monetários, a redução da qualidade, a geração de efeitos deletérios a inovações e o tratamento preferencial a bens e serviços próprios (“*self-preferencing*”) (KIRA e COUTINHO, 2021).

Por outro lado, os argumentos tradicionalmente suscitados em defesa da concentração econômica são a geração de eficiências e sinergias ao longo dos processos produtivos de determinado agente econômico, a criação de economias de escala, a geração de benefícios aos consumidores, dentre outros. No contexto deste trabalho, importa mencionar alguns efeitos benéficos decorrentes da aquisição de startups por empresas mais maduras, tais como a facilitação do desenvolvimento de produto e serviços inovadores no âmbito das empresas incumbente, gerando eficiências as essas empresas, além de externalidades aos consumidores e outras vantagens aos demais agentes inseridos no ecossistema de startups e empreendedorismo.

Daniel Sokol (2019) aponta que há décadas empresas atuantes em mercados pautados pela inovação tecnológica possuem estratégias relacionadas à realização de concentrações verticais visando à integração entre os produtos da empresa adquirida e os da incumbente. Segundo o autor, essas aquisições são, em regra, complementares e favorecem a inovação tecnológica no âmbito da firma incumbente.

Com efeito, o autor aponta que grandes empresas por vezes encontram dificuldades em gerar e implementar inovações para seus produtos e serviços devido ao grau de complexidade

⁹² Segundo a autora, a concentração econômica é “o aumento de riquezas em poucas mãos, relacionando-se com o aumento de poder econômico de um ou mais agentes de mercado” FORGIONI, Paula A.. **Os Fundamentos do Antitruste**. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 415.

⁹³ *Ibid*, p. 427.

atingido por sua estrutura empresarial vultosa. A aquisição de uma startup que já possui uma solução de caráter incremental para determinado problema da empresa incumbente poderá gerar eficiências para a atividade econômica já desempenhada pela firma incumbente, assim como economia de gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), que tendem a ser mais elevados caso a companhia incumbente e robusta tencione conduzir os processos de inovação por conta própria (SOKOL, 2019).

Além disso, as grandes companhias nos mercados digitais já possuem acesso a uma volumosa base de usuários em seus outros produtos e serviços. A título de exemplo, a Apple tem acesso a todos os usuários de Iphone; o Facebook a todos os usuários de suas diversas redes sociais; a Microsoft a todos os usuários do sistema operacional Windows. Essa característica encontra-se presente até mesmo naquelas empresas que não integram o famigerado “GAFAM”⁹⁴. Por exemplo, a Uber tem acesso a sua rede de usuários do aplicativo, assim como o iFood e o Nubank; a Magazine Luiza tem acesso a seus usuários e aos lojistas de seu *marketplace*, dentre outros exemplos. Isso, por um lado, é temerário do ponto de vista concorrencial pois pode dar azo a condutas anticompetitivas por parte dessas empresas. Não obstante, por outro lado, representa também uma facilidade da qual essas empresas dispõem para lançar novos produtos e serviços e distribuí-los rapidamente a um grande número de usuários.

Ademais, as grandes companhias, de modo geral, possuem os recursos necessários para financiar os projetos inovadores das startups e possuem um canal para distribuição dessas inovações aos consumidores. Assim, é possível imaginar um cenário contrafactual em que as startups não teriam acesso aos recursos que têm hoje caso não recebessem a atenção que recebem do mercado. Além disso, caso nunca fossem financiadas, poderiam não desenvolver os produtos e serviços até um patamar em que esses pudessem ser comercializados no mercado, prejudicando, em última análise, os consumidores, que não teriam acesso aos produtos jamais lançados. Desse modo, não se pode descartar a possibilidade de que o volume crescente de aquisições de startups por companhias em posições de dominância nos mercados digitais seja, na verdade, mais benéfico do que prejudicial.

⁹⁴ Sigla utilizada para se referir ao grupo formado por Google, Amazon, Facebook, Apple e Microsoft. Diversos relatórios, artigos de opinião, artigos científicos e outras publicações têm utilizado esse recorte para analisar as principais empresas em posição dominante nos mercados digitais. Essas empresas têm em comum o fato de atuarem em múltiplos mercados dentre os mercados digitais. Por vezes, também é possível observar a utilização da sigla FAMGA para tratar das mesmas cinco ou a sigla FANG para tratar de outro recorte (Facebook, Amazon, Netflix e Google).

Cabe mencionar, ainda, a prática de *acqui-hiring*, termo utilizado para descrever a operação de aquisição de uma empresa com o objetivo de angariar e reter a força de trabalho da empresa comprada. Daniel Kim (2020)⁹⁵ realizou estudo em que comparou o método de *acqui-hiring* com as contratações regulares, no contexto dos Estados Unidos. Após analisar dados do censo estadunidense de 1990 a 2011, identificou que empregados contratados pelo método de *acqui-hiring* desfrutaram, em média, de salários maiores que os empregados contratados pelas vias tradicionais. Além disso, uma das vantagens apresentadas às empresas incumbentes na prática de *acqui-hiring* é a possibilidade de contratar times completos que já trabalhavam em conjunto na empresa comprada. Caso os projetos em desenvolvimento pela empresa comprada não venham a ser descontinuados, os funcionários seguirão desempenhando as mesmas funções de antes.

Uma característica crítica da *acqui-hiring* é que a decisão pela venda da empresa à outra é tomada a despeito dos interesses e anseios dos funcionários da empresa vendida, ao contrário de contratações regulares, em que o funcionário primeiro precisa se candidatar a determinada vaga, tendo o poder de decidir se possui ou não interesse em trabalhar para a empresa anunciante, enquanto que na hipótese da *acqui-hiring* o funcionário estaria sujeito a uma mera sucessão patronal. A despeito de essa característica desafiar a habilidade da firma incumbente de administrar os graus de satisfação dos funcionários, o autor identificou que o capital humano das startups é um dos fatores que incentiva a aquisição de startups e a prática de *acqui-hiring* e que empresas que realizaram seguidas aquisições de startups aprenderam a otimizar os processos de integração de novos funcionários às rotinas da empresa, de modo que as eventuais adversidades encontradas seriam superáveis (KIM, 2020).

Importa mencionar, por fim, que os agentes econômicos atuantes no mercado de financiamento de startups compõem um verdadeiro ecossistema de empreendedorismo e inovação, conforme visto nos capítulos 1 e 2.

Com efeito, ao longo do processo de financiamento de uma startup, atuam organizações que objetivam prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico às startups em estágio inicial de desenvolvimento (incubadoras e aceleradoras); agentes autônomos com patrimônio suficiente, interesse em financiar startups em estágios iniciais e histórico positivo de experiências empresariais, sendo capazes de assessorar os diretores da startup no processo de maturação da

⁹⁵ KIM, J. Daniel. **Startup Acquisitions as a Hiring Strategy: Worker Choice and Turnover** in Academy of Management Proceedings, Issue 1, 2020.

empresa (investidores-anjo); organizações especializadas na captação de recursos junto a investidores qualificados para realização de investimentos em startups (organizações gestoras de fundos de venture capital); dentre outros atores que podem vir a desempenhar um papel positivo no desenvolvimento da startup, até mesmo outros empreendedores que compartilham experiências entre si durante encontros de associações de startups e empreendedores.

Há, ainda, a prática empresarial chamada de Corporate Venture Capital (“CVC”), que consiste na criação de divisões especializadas dentro de companhias já estabelecidas para realizar investimentos em inovação por meio da aquisição de participação societária em startups inseridas no mesmo mercado em que atua empresa investidora, ou, ao menos para promover a aproximação entre as startups e a empresa investidora. A dinâmica do CVC proporciona um cenário prolífico de aproximação entre a startup e a empresa investidora, proporcionando ganhos estratégicos na forma de implementação de inovações no seio da empresa mais madura.

Diante dos evidentes benefícios oriundos da compra e venda de startups e da própria dinâmica do mercado de financiamento de startups, devem ser vistas com cautela as propostas de aumento do rigor da atuação antitruste em atos de concentração envolvendo startups, uma vez que uma excessiva regulação da prática poderia vir a desincentivar a criação e o financiamento dessa categoria de empresas que atuam como verdadeiros vetores de inovação, sendo esse o bem jurídico que se pretende tutelar com a teoria das *killer acquisitions*. Nesse sentido, não parece razoável a aplicação da teoria de uma maneira que não leve em consideração a possibilidade de se criar entraves à própria inovação.

Além disso, é necessário relembrar que a teoria das *killer acquisitions* tem como um de seus elementos caracterizadores o intuito, por parte da companhia incumbente, de eliminar concorrentes atuais ou futuros e descontinuar seus produtos ou serviços, com algumas pequenas variações entre os autores que trataram sobre o tema. Ocorre que foi possível diversos outros motivos pelos quais a aquisição de startups interessa às demais empresas, como, por exemplo: (i) a percepção de ganhos financeiros, caso a empresa incumbente adquira e em seguida venda sua participação societária após valorização dos papéis; (ii) a implementação de soluções inovadoras incrementais desenvolvidas pelas startups para maximizar a eficiência dos produtos e serviços já comercializados pela incumbente; (iii) diversificação das atividades da incumbente, sendo possível explorar mercados em que ainda não atua e poderá atuar em razão dos recursos adquiridos com a compra da startup; e (iv) a contratação e retenção de pessoal qualificado e especializado oriundos da empresa adquirida (*acqui-hiring*). Por tudo exposto,

defendemos que as aquisições de startups por empresas concorrentes jamais devem ser vistas como presumidamente anticompetitivas.

Nessa esteira, compartilhamos da preocupação vista em LEMOS (2021). No referido trabalho, foram coletados e analisados dados sobre as aquisições realizadas pelo grupo GAFAM (Google, Amazon, Facebook, Apple e Microsoft) em um período de 10 anos, de 1º de janeiro de 2009 a 31 de dezembro de 2018, com o objetivo de averiguar se o fenômeno das *killer acquisitions* vem ocorrendo na prática e com que frequência estaria sendo evidenciado. Esse recorte foi escolhido pelo autor em razão da percepção de que essas cinco empresas estariam sujeitas a um monitoramento mais rigoroso pelas autoridades de defesa da concorrência e demais braços governamentais, além de se tratar de empresas que apresentam grande volume de aquisições de *startups* nos últimos anos (LEMOS, 2021). Os dados considerados pela pesquisa foram coletados majoritariamente de relatórios anuais que compilam informações fornecidas pelas próprias empresas à *Securities and Exchange Commission* (SEC), de publicações jornalísticas, da base de dados Crunchbase, dentre outros.

No estudo foram consideradas *killer acquisitions* apenas aquelas operações em que a empresa adquirida cumpria os seguintes critérios: (i) estava inserida no mesmo mercado em que a compradora detinha dominância relevante; (ii) estava em estágio de desenvolvimento inicial, adotando-se como parâmetro a idade das empresas, considerando-se nesse estágio aquelas com menos de 6 anos de idade; (iii) apresentava ameaça plausível às incumbentes, representada pelo caráter inovador ou possibilidade de rápida expansão, além de ofertarem produtos e serviços capazes de substituir os produtos das incumbentes; e (iv) teve sua estrutura, produtos ou serviços descontinuados⁹⁶ (LEMOS, 2021).

Além disso, o autor buscou identificar os segmentos de mercado em que atua o GAFAM, agrupando as atividades econômicas desenvolvidas pelas empresas em 13 grupos (“*clusters*”), como, por exemplo, sistemas operacionais, redes sociais, ferramentas operacionais, dentre outras⁹⁷ (LEMOS, 2021). Nesse tocante, há que se ressaltar que a

⁹⁶ O autor considerou a ocorrência de descontinuação da estrutura, produtos ou serviços da empresa comprada quando: “(i) o encerramento das atividades, produtos, suporte ou atualizações foi anunciado por elas próprias ou pelas compradoras; (ii) o website original foi retirado do ar e não foi criado um novo website ou área específica dentro do(s) website(s) das compradoras para esta empresa, produto ou projeto; (iii) os aplicativos não mais são ofertados; ou (iv) foram localizadas notícias sobre o encerramento das atividades.” (LEMOS, 2021).

⁹⁷ O autor identificou os seguintes *clusters* de atividades econômicas desenvolvidas pelas empresas do GAFAM: (1) Sistemas Operacionais; (2) Dispositivos eletrônicos; (3) E-Commerce; (4) Software e aplicações para produtividade ou necessidades diárias; (5) Busca; (6) Redes sociais; (7) Comunicação; (8) Serviços para Empresas (Infraestrutura e Software como Serviço), ferramentas para desenvolvedores e Data Science/Analytics; (9) Conteúdo Digital (filmes, músicas, jogos, e-books); (10) Armazenamento remoto e transferência de dados; (11)

multiplicidade de *clusters* identificados pelo autor denota a diversidade dos produtos e serviços ofertados pelo GAFAM.

Dentre os principais resultados obtidos pela pesquisa, cabe mencionar que foram identificadas 476 aquisições realizadas pelo GAFAM durante o recorte temporal escolhido para o trabalho. Dentre o universo de operações identificadas, 303 envolveram empresas adquiridas antes de completar 6 anos de idade. Essa constatação, em primeira análise, poderia conduzir à hipótese de que, de fato, o GAFAM tem realizado aquisições sistemáticas de startups para eliminar concorrentes atuais e futuros. Não obstante, após analisar profundamente cada uma das operações realizadas, adotando os critérios delineados acima, o autor identificou apenas 14 de casos de *killer acquisitions* e 12 casos de aquisições de concorrentes nascentes — nas quais ocorreu a aquisição de empresa em estágio inicial de desenvolvimento, atuante em mercado do qual participa a incumbente, sem necessariamente possuir dominância relevante e em que não se constatou a descontinuação da empresa adquirida. Juntos, os dois grupos correspondem a 5,5% do total de operações analisadas (LEMOS, 2021).

Não obstante, o autor trouxe exemplos de operações que se enquadram perfeitamente no conceito de *killer acquisitions* utilizado em seu trabalho, o que indica que a conduta anticompetitiva pode estar sendo praticada pelas grandes empresas dos mercados digitais, o que, por sua vez, exigiria a adoção de remédios adequados para tratar a causa. A dificuldade seria, portanto, acertar a dose do medicamento, uma vez que a imposição de um controle de atos de concentração mais rigoroso às operações envolvendo startups poderia vir a desincentivar a criação e o financiamento dessas empresas, que por vezes aspiram desenvolver inovações incrementais à produtos e serviços já existentes e ser vendidas a outras empresas (LEMOS, 2021).

O autor, então, sugere que seja adotada uma abordagem mais equilibrada para lidar com eventuais efeitos anticompetitivos decorrente do grande volume de aquisições de startups, como, por exemplo, que as empresas do GAFAM atualizem periodicamente uma relação com todas as aquisições por elas realizadas, com descrições das atividades desenvolvidas pelas empresas adquiridas, os mercados afetados pelo ato de concentração e o status das empresas adquiridas anteriormente, possibilitando às autoridades o acompanhamento contínuo das

Ferramentas para anunciantes; (12) Assistentes Virtuais e serviços de reconhecimento de voz, texto e imagem; e (13) outros (LEMOS, 2021).

empresas e a notificação dessas em caso de identificação de uma aquisição com possíveis consequências anticoncorrenciais (LEMOS, 2021).

De modo geral, entendemos que os mercados digitais devem ser acompanhados de perto pelas autoridades, não apenas em razão dos atos de concentração que lhes dizem respeito, mas sim de todas as searas sujeitas à esfera de influência das empresas dominantes nesses mercados. Com efeito, as condutas dessas empresas podem ter reflexos na área das telecomunicações, da proteção de dados pessoais, da proteção aos direitos do consumidor, das relações trabalhistas, dentre outras, atraindo, conseqüentemente a competência de diversas instituições para regulação desses agentes.

Nessa esteira, em artigo de 2020, Beatriz Kira, Priscila Gonçalves e Diogo Coutinho, trataram sobre a necessidade de *“um arranjo institucional – intencional e cuidadosamente desenhado – cuja arquitetura possibilite a coordenação de diferentes órgãos e agências (...) para promoção dos desejáveis investimentos e inovação em plataformas digitais”*⁹⁸. Os autores defendem, portanto, que as características das plataformas digitais e sua crescente esfera de influência requerem a construção de um arcabouço regulatório igualmente abrangente e devidamente equipado. O objetivo da atuação conjunta não seria sacrificar a inovação tecnológica pela pura regulação, mas sim *“catalisar a inovação em favor da sociedade”*.

Um exemplo recente de atuação coordenada de instituições diversas foi a ocasião em que o CADE, o Ministério Público Federal (MPF), a Secretaria Nacional do Consumidor (Senacon) e a Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD) notificaram, de forma conjunta, o Whatsapp acerca da política de privacidade que a empresa pretendia implementar à época. A recomendação conjunta das autoridades além do adiamento da vigência das novas regras do aplicativo, que a empresa se abstinhasse de *“de restringir o acesso dos usuários às funcionalidades do aplicativo, caso estes não adiram à nova política de privacidade, assegurando-lhes a manutenção do atual modelo de uso”* e que a empresa deverá *“adotar as providências orientadas às práticas de tratamento de dados pessoais e de transparência, nos termos da LGPD”*. Além disso, foi exigido que o Facebook se abstinhasse de *“de realizar qualquer tipo de tratamento ou compartilhar dados recebidos a partir do recolhimento*

⁹⁸ KIRA, Beatriz; GONÇALVES, Priscila Brolio; COUTINHO, Diogo. **Quem faz o que: coordenação institucional para regulação de mercados digitais**. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/regulacao/quem-faz-o-que-coordenacao-institucional-para-regulacao-de-mercados-digitais-14042020>. Último acesso em 29/09/2021.

realizado pelo WhatsApp Inc. com base nas alterações da Política de Privacidade do aplicativo (...) enquanto não houver o posicionamento dos órgãos reguladores”.

Ponderar sobre a coordenação institucional para regulação dos mercados digitais ou sobre a proposta de regulação assimétrica das grandes empresas de tecnologia, como abordado brevemente acima, certamente extrapolaria o escopo deste trabalho que almejou apenas contribuir para o debate sobre os efeitos benéficos e prejudiciais das aquisições sistemáticas de startups à luz dos interesses econômicos dessas empresas e do ecossistema em que estão inseridas.

Assim, concluímos o estudo com a percepção de que cabe ao Direito da Concorrência observar de perto os mercados digitais, também com o objetivo de tutelar a inovação nesses mercados, contudo, eventual enrijecimento da atuação antitruste em matéria de aquisição de startups deve ocorrer de forma cautelosa e pontual, de modo a não desincentivar sobremaneira a criação e o financiamento das empresas dessa sorte, que consistem em verdadeiros motores da inovação tecnológica nos mercados digitais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho se propôs a investigar uma eventual relação entre o mercado de financiamento de startups por fundos de *venture capital* e a concentração econômica nos mercados digitais, caracterizada pelo aumento do poder econômico de alguns poucos agentes nos referidos mercados.

Essa conjuntura vem sendo objeto de estudo de diversas autoridades de defesa da concorrência e estudiosos da área. Referidos estudos têm apontado que a crescente concentração desses mercados em favor de algumas poucas empresas em posição dominante (em especial o grupo GAFAM, composto por Google, Amazon, Facebook, Apple e Microsoft) decorre, também, da estratégica e sistemática incorporação de empresas menores, geralmente startups, as quais têm como atrativo a possibilidade de introduzir novos produtos e serviços nos mercados digitais ou apresentar modelos de negócios inovadores, com alto potencial de crescimento.

Em linha, os diversos estudos constataam que as referidas aquisições sistemáticas de startups não têm sido objeto de escrutínio do controle de estruturas tradicional, uma vez que esses atos de concentração não atingem os critérios para notificação obrigatória das autoridades conforme positivado na legislação antitruste e, ainda que atingissem tais critérios, seria improvável o impedimento da operação diante da dificuldade de se apontar efeitos anticompetitivos concretos decorrentes da operação.

Outros estudos apontam que as autoridades de defesa da concorrência carecem de ferramentas adequadas para compreender e ajustar sua atuação à dinâmica dos mercados digitais, muito distinta daquela dos mercados tradicionais, ressaltando a importância de que sejam desenvolvidas teorias do dano próprias para esses mercados.

Assim, ganhou atenção a teoria das *killer acquisitions*, segundo a qual as empresas em posição dominante teriam incentivos para adquirir seus concorrentes em estágio inicial de desenvolvimento como forma de evitar a criação de uma concorrência futura ou para descontinuar os produtos e serviços inovadores em desenvolvimento por esse concorrente. O saldo final dessa prática, de acordo com a referida teoria, seria a geração de efeitos deletérios à inovação, uma vez que empresas menores não teriam incentivos para desenvolver produtos e serviços inovadores diante do prognóstico de um fim certo, resultado de sua aquisição por outra empresa.

Os estudos recentes, contudo, dedicaram-se quase unicamente à análise do comportamento das gigantes tecnológicas, sem levar em consideração que, na verdade, muitas startups buscam ser vendidas a empresas que se situam em estágios mais avançados de desenvolvimento, sendo esse um evento que gera ganhos financeiros a diversos agentes envolvidos no processo de financiamento da empresa. Assim, o trabalho se propôs a dar um passo para trás em relação a esses demais estudos e investigar os pressupostos do mercado de financiamento de startups, para que, após a compreensão da dinâmica desse mercado, fossem traçados os pontos de encontro entre a compra e venda de startups e o direito antitruste.

Diante disso, no primeiro capítulo, tratamos sobre os diversos estágios de desenvolvimento de uma startup, evidenciando que essas consistem em empresas jovens, com foco no desenvolvimento de inovações de caráter incremental ou disruptivo, que possuem grande potencial de crescimento e necessitam de financiamento externo para desenvolver e expandir seu modelo de negócios.

O caminho para angariar tal financiamento externo, contudo, pode ser árduo. As startups podem recorrer, de modo geral, a três categorias distintas de captação de recursos, de acordo com o tipo de contrapartida esperada da startup após a alocação dos recursos, quais sejam: a subvenção, a contratação de crédito e a negociação de participação societária. Este trabalho se dedicou à última dessas três categorias, em que a startup recebe aportes financeiros de investidores diversos para, no futuro, converter os aportes em quotas sociais ou ações da startup.

Ao financiarem empresas de caráter inovador com alto potencial de crescimento, mas também com altas chances de insucesso, os investidores escolhem apostar em um ativo de baixa liquidez, alto risco e com a perspectiva de retornos financeiros muito acima da média, que podem atingir o patamar de 10, 20, 50 vezes o valor inicialmente investido.

Após diversas rodadas de negociação junto a investidores e diversas fases de desenvolvimento dos produtos e serviços da empresa, a startup atinge o estágio maduro, em que parte de suas quotas sociais ou ações são detidas por diversos agentes econômicos: o time fundador da startup, organizações autônomas como incubadoras e aceleradoras, investidores-anjo, fundos de venture capital e funcionários com opções de compra.

O primeiro capítulo evidenciou, então, que os agentes econômicos envolvidos no processo de financiamento de uma startup convergem seus esforços rumo à concretização de um mesmo objetivo: a execução de uma estratégia de saída dos investidores, isto é, a venda total ou parcial da participação societária detida pelos investidores na empresa. É justamente

no momento de liquidação da participação societária que os diversos agentes detentores dos papéis experimentam ganho de capital com a venda dos ativos após substancial valorização.

No segundo capítulo, investigou-se duas das principais estratégias de saída de investidores das startups, a abertura de capital em bolsa de valores (ou *initial public offering* – *IPO*) e a venda estratégica a outra empresa (*trade sale*). Nesse contexto, o *IPO* se apresenta como a alternativa mais apta a resguardar a autonomia da startup após a saída dos investidores que acompanharam o processo de financiamento da startup e a *trade sale* como aquela possível de ser concretizada com o enfrentamento de menos entraves burocráticos e perspectiva de retorno financeiro mais acentuado.

O trabalho partiu do pressuposto de que a abertura de capital vem perdendo destaque em relação à venda estratégica nos últimos anos, o que poderá resultar em um maior número de startups sendo vendidas a empresas em posição dominante em detrimento da manutenção de suas atividades de forma independente. A suposição foi confirmada após a análise de estudos sobre os mercados de financiamento de startups brasileiro e estadunidense. A preferência das startups e dos demais agentes envolvidos no processo de financiamento pela venda estratégica, em detrimento da abertura de capital, pode ser vista como a primeira correlação entre o mercado de financiamento de startups e a aquisição sistemática de startups por empresas em posição dominante nos mercados digitais.

Assim, evidenciou-se, também, que as organizações gestoras de fundos de *venture capital* direcionam as startups à venda para outras empresas, especialmente por ser essa a estratégia de saída que proporciona maior retorno financeiro em menor tempo, ante os entraves burocráticos típicos do processo de abertura de capital em bolsa de valores. A constatação de que as gestoras de fundos têm preferência pela venda da startup a outra empresa e, nesse contexto, podem influenciá-la a seguir esse rumo em detrimento da manutenção de sua independência, pode ser vista como a segunda correlação entre esse mercado e a compra e venda de startups nos mercados digitais.

O segundo capítulo abordou, ainda, o *Corporate Venture Capital* (CVC), que consiste na criação de divisões especializadas dentro de companhias já estabelecidas para realizar investimentos em inovação por meio da aquisição de participação societária em startups inseridas no mesmo mercado em que atua empresa investidora, ou, ao menos para promover a aproximação entre as startups e a empresa investidora. Com o crescimento desta prática a nível global e a participação significativa das iniciativas de CVC de grandes empresas que atuam em mercados digitais, como a Google e a Microsoft, o mercado de CVC poderá também servir

como elemento facilitador das aquisições de startups por grandes empresas em posição dominante nos mercados digitais e poderá ensejar preocupações de ordem concorrencial talvez mais agudas que o financiamento por *venture capital* tradicional, pois no investimento de CVC a aproximação entre a empresa investidora e startup investida costuma ocorrer desde os estágios iniciais de desenvolvimento da última. Essa constatação pode ser entendida como a terceira correlação entre o mercado de financiamento de startups e a concentração econômica nos mercados digitais.

O terceiro capítulo abordou a teoria do dano mais pertinente ao objeto de análise deste trabalho: a teoria das *killer acquisitions*. Verificou-se que ainda não há consenso na literatura acerca do alcance do conceito de *killer acquisitions*, contudo, é notório que todas as correntes reconhecem como requisito para configuração da teoria do dano que haja a intenção de minar a concorrência da parte da empresa incumbente. Não obstante, as aquisições sistemáticas de startups por grandes empresas de tecnologia não podem ser entendidas como operações presumidamente anticompetitivas, pois foram identificados diversos outros incentivos para que as empresas incumbentes realizem a prática e não apenas o intuito de eliminar a concorrência, quais sejam: (i) a percepção de ganhos financeiros, caso a empresa incumbente adquira e em seguida venda sua participação societária após valorização dos papéis; (ii) a implementação de soluções inovadoras incrementais desenvolvidas pelas startups para maximizar a eficiência dos produtos e serviços já comercializados pela incumbente; (iii) diversificação das atividades da incumbente, sendo possível explorar mercados em que ainda não atua e poderá atuar em razão dos recursos adquiridos com a compra da startup; e (iv) a contratação e retenção de pessoal qualificado e especializado oriundos da empresa adquirida (*acqui-hiring*).

Além disso, foram identificados benefícios decorrentes da dinâmica atual do mercado de financiamento de startups. Assim, em que pese a proteção à inovação e a manutenção da contestabilidade dos mercados digitais sejam preocupações do Direito da Concorrência, eventual enrijecimento da atuação antitruste em matéria de aquisição de startups deve ocorrer de forma cautelosa e pontual, de modo a não desincentivar sobremaneira a criação e o financiamento das empresas dessa sorte, que consistem em verdadeiros motores da inovação tecnológica nos mercados digitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Segundo Censo Brasileiro: 2011.** São Paulo, Brasil. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/PrivateEquityeVentureCenso.pdf>. Último acesso: 12/04/2021.

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/PrivateEquityeVentureCenso.pdf>. Último acesso: 12/04/2021.

ABVCAP e KPMG. **Consolidação de Dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil.** 2019.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.** / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

Big Corporations Are Rushing Into Venture Capital. That May Not Be a Good Thing. Disponível em: <https://www.barrons.com/articles/big-corporations-are-rushing-into-venture-capital-that-may-not-be-a-good-thing-51582936617>. Último acesso em Jun. 2021.

Brasileira Stone sobe 30% em estreia na Nasdaq e valor de mercado alcança US\$9 bilhões. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/25/brasileira-stone-salta-30-em-estrela-na-nasdaq-e-valor-de-mercado-alcanca-us-9-bilhoes.ghtml>. Acesso em Set. 2021.

CADE. **Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados.** 2020. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/documentos-de-trabalho/2020/documento-de-trabalho-n05-2020-concorrencia-em-mercados-digitais-uma-revisao-dos-relatorios-especializados.pdf>. Último acesso em abril de 2021.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações,** 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

CB INSIGHTS. **The top 20 Reasons Startups Fail.** Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>. Último acesso em 18/04/2021.

Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários.** Rio de Janeiro, 2017.

Corporate Venture Capital. Disponível em: <https://www.boostlab.com.br/wp-content/uploads/2021/01/Report-boostLAB-CVC.pdf>. Último acesso em 30/04/2021.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective.** Amsterdam: Elsevier, 2009.

CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. **Killer Acquisitions**. Working Paper, 2018.

CVM propõe novo regime para as ofertas públicas. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-propoe-novo-regime-para-as-ofertas-publicas>. Acesso em Setembro de 2021.

Evolução diária do IBOVESPA. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em Jul. 2021.

EVTOL startup Joby Aviation is going public with a \$6.6 billion valuation and plans to start passenger flights in 2024 — here's what we know about the company. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/what-we-know-about-joby-aviation-evtol-startup-2021-3>. Último acesso em Jun. 2021.

EWENS, Michael; MARX, Matt. **Founder Replacement and Startup Performance**. The Review of Financial Studies, Volume 31, Issue 4, April 2018, Pages 1532–1565, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx130>.

FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em <http://www.bpbc.com.br/a-natureza-juridica-das-incubadoras-e-aceleradoras-e-suas-relacoes-contratuais-com-as-start-ups/>. Último acesso em 22/04/2021.

FORGIONI, Paula A.. **Os Fundamentos do Antitruste**. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 415.

FRAZÃO, Ana. **Direito da concorrência: pressupostos e perspectivas**. São Paulo. Saraiva, 2017.

FURMAN, J. et al. **Unlocking digital competition: Report of the Digital Competition Expert Panel**. Londres, 2019

GOMPERS, P. A. et al. **How do venture capitalists make decisions?** Journal of Financial Economics, v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020.

GORINI, Marco; TORRES, Haroldo. **Captação de Recursos para Startups e Empresas de Impacto: Guia Prático**. Rio de Janeiro, Alta Books Editora, 2016.

HONG KONG, 2020. **Limited Partnership Fund Ordinance**. Disponível em: https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap637?xpid=ID_1595840878878_001. Último acesso em 20/04/2021.

Instagram estimated to be worth more than 100 billion. Bloomberg. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-25/value-of-facebook-s-instagram-estimated-to-top-100-billion>. Acesso em Jul. 2021.

Instagram Now Looks Like a Bargain. New York Times. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2018/06/27/business/dealbook/instagram-facebook.html>. Acesso em Jul. 2021.

IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2019/ipo-como-alternativa-impulsionar-futuro.html>. Último acesso em setembro de 2021.

KAHLE, Kathleen M.; STULZ, René M.. Is the US public corporation in trouble? **Journal Of Economic Perspectives**, [s. l], v. 31, n. 3, p. 67-88, 2017.

KIM, J. Daniel. **Startup Acquisitions as a Hiring Strategy: Worker Choice and Turnover** in Academy of Management Proceedings, Issue 1, 2020.

KIRA, Beatriz; e COUTINHO, Diogo R.. **Ajustando as lentes: Novas teorias do dano para plataformas digitais.** p. 82-103 RDC, Vol. 9, nº 1. Junho 2021 ISSN 2318-2253, DOI: 10.62896/rdc.v9i1.734.

KIRA, Beatriz; GONÇALVES, Priscila Brolio; COUTINHO, Diogo. **Quem faz o que: coordenação institucional para regulação de mercados digitais.** Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/regulacao/quem-faz-o-que-coordenacao-institucional-para-regulacao-de-mercados-digitais-14042020>. Último acesso em 29/09/2021.

KUPOR, Scott. **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It.** Penguin Publishing Group. Edição do Kindle. ISBN: 9780593083598, 2019.

LANCIERI, Filippo Maria; SAKOWSKI, Patrícia Alessandra Morita. **Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados.** Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Departamento de Estudos Econômicos. Documento de Trabalho nº 005/2020. Brasília, agosto de 2020.

LEMONS, Thales de Melo e. **Aquisição de Concorrentes Nascentes ou Killer Acquisitions em mercados digitais: uma análise de uma década de aquisições pelas Big Techs,** 2021. Dissertação de Mestrado em Economia, Políticas Públicas e Desenvolvimento. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP). Brasília.

MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações.** São Paulo: Almedina, 2017, p. 62.

MCCREARY, Andrew; LEMLEY, Mark. A.. **An Exit Strategy,** 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3506919>. Acesso em Maio de 2021.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do Nascimento. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica.** Gestão e Produção. São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2021 Yearbook.** 2021. Disponível em: <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf>. Último acesso em 22/04/2021.

O que realmente muda com o novo Marco Legal das Startups. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2020/12/o-que-realmente-muda-com-o-novo-marco-legal-das-startups.html>. Último acesso em 12/04/2021.

OCDE. Owners of the World's Listed Companies p. 8, Table 2. The universe of listed companies by market, as of end 2017. OCDE, 2019.

Our First Acquisition: CB Insights Acquires VentureSource Data from Dow Jones. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/team-blog/dow-jones-venturesource-valuations/>. Acesso em Set. 2021.

PagSeguro estreia em NY com alta de 36% no maior IPO brasileiro em NY desde 2013. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/pagseguro-estreia-em-ny-com-alta-de-36-no-maior-ipo-brasileiro-em-ny-desde-2013/>. Acesso em Set. 2021.

POLLMAN, Elizabeth, **Startup Governance**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3352203>. Último acesso em 16/04/2021.

REINO UNIDO, 2017. **The Legislative Reform (Private Fund Limited Partnerships) Order 2017.** Disponível em: https://www.legislation.gov.uk/uksi/2017/514/pdfs/uksi_20170514_en.pdf. Último acesso em 20/04/2020.

SILVA, Alexandre Pacheco da. **Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups**. Campinas, SP: [s.n.], 2019.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da; SZTAJN, Raquel. **Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-162731/pt-br.php>. Último acesso em 12/04/2021.

SILVA, Lucas Caminha de Lima e. **Inovação, Capital e Seed Gap: Quem são os investidores anjos de acordo com o Mercado e com a Lei Complementar nº 155**. Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira, Edição 2017.

SOKOL, D. Daniel. **Vertical Mergers and Entrepreneurial Exit**. Florida Law Review, Vol. 70, 2018.

The 2020 Global CVC Report. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2020/>. Último acesso em 30/04/2021.

TOSCHI, Laura. **Corporate Venture Capital: how established firms use external resources to create new competencies**. Dissertação de doutorado, Università di Bologna, Março de 2009.

Uma análise da evolução dos investidores na B3 - Agosto de 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/EC/B5/B4/6F/6C63B71027085EA7AC094EA8/Book_PF-Agosto2021.pdf. Acesso em Ago. 2021.

Unlocking Corporate Venture Capital. Disponível em: <http://go.500.co/unlocking-corporate-venture-capital>. Último acesso em Jun. 2021.

VERÍSSIMO, Levi Borges de Oliveira. **Killer Acquisitions: Teoria das aquisições eliminatórias e proteção da inovação nos mercados digitais sob a ótica da defesa da concorrência**, 2021. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade de Brasília. Brasília.

XP Investimentos faz o segundo maior IPO do Brasil na Nasdaq. Disponível em: <https://istoe.com.br/xp-investimentos-faz-o-segundo-maior-ipo-do-brasil-na-nasdaq/>. Acesso em Set. 2021

ZINGALES, L.; LANCIERI, F. M. **“Stigler Committee on Digital Platforms Final Report”**, 2019.

‘It’s Hard to Prove’: Why Antitrust Suits Against Facebook Face Hurdles, disponível em: <https://www.nytimes.com/2020/12/10/technology/facebook-antitrust-suits-hurdles.html>. Último acesso em 18/04/2021.

“Com foco no crescimento, Nubank fechou 2016 com prejuízo de R\$ 122 milhões”, disponível em: <https://www.tecmundo.com.br/financas/116062-foco-crescimento-nubank-fechou-2016-com-prejuizo-r-122-milhoes.htm>. Último acesso em 17/04/2021.

“Facebook Camera Means Snapping Is Officially the Future”, disponível em: <https://www.wired.com/2017/03/facebook-camera-means-snapping-officially-future>. Último acesso em 01/04/2021.

“How Big Tech Makes Their Billions”, disponível em: <https://www.visualcapitalist.com/how-big-tech-makes-their-billions-2020/>. Último acesso em 12/04/2021.

“Instagram Can Hurt Us’: Mark Zuckerberg Emails Outline Plan To Neutralize Competitors”, disponível em: <https://www.theverge.com/2020/7/29/21345723/facebook-instagram-documents-emails-mark-zuckerberg-kevin-systrom-hearing>. Último acesso em 01/04/2021.

“Mark McGwire” Disponível em: <https://www.baseball-reference.com/players/m/mcgwima01.shtml>. Último acesso em 20/04/2021.

“Nubank raises \$400 million and hits \$25 billion valuation”, disponível em: <https://labsnews.com/en/news/business/nubank-raises-400-million-and-hits-25-billion-valuation/>. Último acesso em 17/04/2021.

“The political effects of algorithms: a look at Facebook and Google”, disponível em: <https://www.diggitmagazine.com/papers/political-effects-algorithms>. Último acesso em 19/04/2021.

VCs to look for to be acquired by Apple. Disponível em: <https://medium.com/welltory/what-vcs-should-you-choose-to-be-acquired-by-apple-dbd226189491>. Acesso em Jul. 2021.