

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

FACULDADE DE DIREITO

HENRY ELMADJIAN REZENDE LEITE

VENTURE CAPITAL: UMA INTRODUÇÃO, PANORAMA E PECULIARIDADES

São Paulo

2023

HENRY ELMADJIAN REZENDE LEITE

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito para
obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie.

Orientador: Prof. Dr. Armando Luiz Rovai

São Paulo

2023

HENRY ELMADJIAN REZENDE LEITE

VENTURE CAPITAL: UMA INTRODUÇÃO, PANORAMA E PECULIARIDADES

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito para
obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

AGRADECIMENTO

Ao chegar ao fim de uma grande jornada, não posso deixar de expressar minha profunda gratidão às pessoas que contribuíram significativamente para a conclusão desse ciclo.

Primeiramente, à minha família, que sempre me apoiou e proporcionou suporte nos momentos e escolhas difíceis.

Aos meus amigos, cuja ajuda foi constante em todos os momentos, sejam nos bons ou nos ruins. Na impossibilidade de citar todos, faço menção especial à Andressa Deis, Matheus Shimura, Luis Leme e Augusto Buffulin.

Como alguém que dedicou parte da faculdade ao Centro Acadêmico João Mendes Júnior, percorrendo os cargos de colaborador até vice-presidente, não posso deixar de mencionar os presidentes-amigos com quem tive a oportunidade de estar junto: Mariana Veiga, Murilo Nunes e Clarice Barbosa.

Durante minha jornada acadêmica, um dos projetos que mais me envolvi e aprendi foi na competição de mediação organizada pelo GEMMACK. Expresso minha sincera gratidão à professora coordenadora Regina Jorgeti e a todos os colaboradores, em especial a Bruna Junqueira, que foi minha coach em duas vezes.

Na esfera profissional, agradeço aos meus chefes ao longo dessa trajetória: Doutor Xavier de Aquino do TJSP, por ter me dado a primeira oportunidade; Carolina Oliveira L. Garcia (CVG), pelos valiosos ensinamentos; Mari Guenka, Alberto Neri e Alexandra Lima, por toda atenção e risadas; e Marcus Valverde, por me introduzir ao mundo do VC e demonstrar como ser um profissional de ponta.

Para finalizar agradeço a todo corpo docente do Mackenzie, principalmente, o professor orientador desse trabalho Armando Luiz Rovai por todo suporte e compreensão.

RESUMO

O trabalho percorre os principais pontos relacionados ao estudo do Venture Capital, entendido como o investimento realizado em empresas de grande potencial e grande risco. Para tanto, foram abordados pontos essenciais do processo de investimento em VC, tais como o NDA, o *term sheet*, a *due diligence* e os instrumentos de investimento.

PALAVRAS CHAVES: *Venture Capital; Startup; NDA; Term Sheet; Due Diligence;* e Mútuo Conversível.

ABSTRACT

The paper covers the main points related to the study of Venture Capital, understood as investment in high-potential, high-risk companies. To this end, essential points of the VC investment process were covered, such as the NDA, the term sheet, due diligence and investment instruments.

PALAVRAS CHAVES: Venture Capital; Startup; NDA; Term Sheet; Due Diligence; e Convertible Loan.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. DEFINIÇÕES E ORIGEM HISTÓRICA.....	7
2. COMO FUNCIONA O VENTURE CAPITAL	13
3. PANORAMA ATUAL DO VENTURE CAPITAL	18
4. PROCESSO DE INVESTIMENTO.....	20
4.1. NDA.....	20
4.2. Term Sheet	21
4.3. Due Diligence.....	22
4.4. Instrumentos de investimento.....	23
4.4.1. Mútuo conversível.....	24
4.4.2. Compra e venda de participação.....	26
4.4.3. SAFE	27
5. CONCLUSÃO.....	27
REFERÊNCIAS.....	29

INTRODUÇÃO

O Venture Capital é o mercado relacionado com o fomento da inovação. Mesmo presente no noticiário com manchetes de empresas sendo avaliadas em valores astronômicos, existe um alto grau de desconhecimento sobre como uma empresa que começou em uma garagem consegue fazer um IPO.

Existe todo um ecossistema criado em volta da startup para conseguir fazer ela se desenvolver. Ao longo da trajetória empreendedora o principal problema que uma empresa pode ter é a necessidade de se financiar, seja para se estruturar ou conseguir ganhar escala.

Nesse mercado onde o risco está até no nome, é necessária a compreensão sobre os diversos conceitos e *players* antes de participar ativamente do mundo de VC. Do ponto de vista jurídico, trata-se de um ambiente com cada vez mercado, demanda e sofisticação, o que exige uma especialização cada vez maior do advogado.

Infelizmente, na prática é comum encontrar advogados que não são especialistas no tema e muitas vezes atrapalham a operação, ao invés de dar suporte respaldado ao seu cliente. Esse fenômeno é mais comum nas rodadas iniciais por serem mais simples. Esses profissionais carecem de uma noção básica sobre o funcionamento do ecossistema de startups e da estrutura de uma operação de VC.

O objetivo desse trabalho é fornecer para o leitor uma noção do ecossistema de *startups* e do funcionamento das rodadas de investimento, abrangendo seus principais pontos jurídicos, para que consiga pelo menos se guiar pelo mundo do VC.

1. DEFINIÇÕES E ORIGEM HISTÓRICA

1.1 DEFINIÇÃO DE STARTUP

O estudo sobre Venture Capital compreende, necessariamente, a conceituação do termo “Startup”, regulamentado pela Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, que instituiu o Marco Legal das Startups. O art. 4º, caput, define que são enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

A Lei ainda define as hipóteses de enquadramento na modalidade de tratamento especial, conforme art. 4, §1º:

§ 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e

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

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

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

A startup é, portanto, uma empresa em seu estágio inicial de desenvolvimento, caracterizado pela ausência de processos internos e organização, por vezes sem um modelo de negócio claro e movida pelo ímpeto de venda de uma ideia inovadora¹. Além da definição legal trazida pelo Marco Legal das Startups, a Associação Brasileira de Startups (ABSTARTUPS) conceitua o termo da seguinte forma:

“(…) um momento na vida de uma empresa, onde uma equipe multidisciplinar busca desenvolver um produto/serviço inovador, de base tecnológica, que tenha um modelo de negócio facilmente replicado e possível de escalar sem aumento proporcional dos seus custos. Uma das características mais importantes de uma startup está em sua capacidade de ganhar escala rapidamente, ou seja, de ter seus produtos utilizados por um número grande de pessoas em pouco tempo. Uma startup também costuma apresentar baixo esforço de replicação de seus produtos, isto é, custos de operação que cresçam proporcionalmente a taxas menores que sua receita, na medida em que a empresa ganha escala. Por essa razão, utilizam de forma intensiva a tecnologia, em especial as tecnologias da informação e a Internet. Outra característica importante de uma startup é o ambiente de incerteza no qual ela está inserida. Em sua fase inicial, muitos elementos que compõe seu modelo de negócio estão ainda incertos e pouco definidos.”²

O conceito de startups é essencial, pois o Venture Capital (VC) é descrito como investimento em empresas de grande potencial e grande risco, classificadas como startups. Em uma

¹ FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups. São Paulo: Editora Saraiva, 2018. E-book. ISBN 9788553600311. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553600311/>. Acesso em: 08 nov. 2023.

² Disponível em: <https://abstartups.com.br/>. Acesso em: 08 nov. 2023.

tradução direta Venture Capital significa “capital de risco” mesmo não sendo usual algumas pessoas se referem a esse mercado pela terminologia em português.

O VC é geralmente tratado junto Private Equity (PE), pois ambos são modalidades recorrentes de financiamento utilizadas pelo mercado em geral (juntos entendidos como “PE/VC”). O PE/VC consiste em investimentos em ações de empresas que não se encontram no mercado público de valores, independente de qual seja o modelo societário utilizado. Ou seja, nesse tipo de investimento, os valores mobiliários (mais especificamente ações, outros títulos de dívida, conversíveis ou não, e títulos representativos de participação societária) de empresas de capital fechado são negociadas com investidores, com o intermédio de um administrador/gestor (FEIGELSON et al., 2018).

O alto risco desses investimentos está relacionado com a sua natureza de baixa liquidez, retornos de longo prazo e assimetria informacional – fatores que aumentam o risco envolvido na operação, mas também potencializam o retorno recebido pelos investidores (Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011) (FEIGELSON et al., 2018).

1.2 TERMINOLOGIA DO MUNDO DE *VENTURE CAPITAL*

O mercado de *Venture Capital* tem como primeiro diferencial, podendo até mesmo ser considerado uma barreira de entrada, a sua linguagem. Vários termos, geralmente em inglês, são utilizados e pessoas que não familiaridade dificilmente vão entender o que está acontecendo. Para começar, os termos usados para definir as figuras atuantes nesse nicho.

O “*founder*” ou empreendedor é a pessoa ou grupo de pessoa que fundaram a empresa, no imaginário o *founder* é representado pelo empreendedor que começou um negócio na garagem de sua casa como Steve Jobs ou Bill Gates. Porém, o *founder* não tem uma descrição específica, com muitos sendo ex-executivos. Provavelmente, as duas características comuns entre todos os *founder* é a vontade de inovar e a crença de fazer o negócio dar certo.

O investidor anjo é o investidor presente geralmente no início de uma empresa que fundamentalmente investe dinheiro próprio, muitas vezes utilizando como veículo a sua própria pessoa física ou uma holding controlada por ele.

O “*venture capitalist*” ou VC é a figura da pessoa que capta dinheiro de terceiros, por meio de um fundo, e utiliza para investir em empresas. A diferença essencial do *venture capitalist* e o investidor anjo é a existência do dinheiro de terceiros, existe *venture capitalists* que se intitulam e chamam o próprio fundo que gerem como de investimento anjo, porém para fins teóricos e acadêmicos devemos fazer essa diferenciação. A sigla VC pode ser usada tanto para se referir a área Venture Capital, quanto para se referir ao *venture capitalist*³.

O “ecossistema de startups” ou “ecossistema empreendedor” não tem uma definição precisa na literatura sendo um termo advindo do campo da biologia consta no dicionário Michaelis como “o conjunto de uma comunidade de organismos e seu meio ambiente funcionando como uma unidade ecológica na natureza”. Para as startups esse ecossistema significa todos os órgãos e empresas que contribuem para seu desenvolvimento sendo como referência global os ecossistemas criados no Vale do Silício e em Israel, apelidada de “*startup nation*”

Entende-se como “*pre-money*” aquele *valuation* atribuído à startup de forma a desconsiderar o valor que a empresa possui nesta operação de investimento. Ou seja, trata-se do valor da startup antes de realizado o investimento que um investidor pretende efetuar. De outro lado, entende-se como “*post-money*” o *valuation* atribuído à startup já contabilizando o aumento na valorização da companhia após efetuado o potencial investimento (Lobo; Potenza, 2016). Dessa forma, em uma mesma rodada de investimento, o *valuation post-money* será normalmente maior quando comparado com um *valuation pre-money*. Essa questão faz grande diferença no momento de redação dos documentos legais, pois influenciará o preço unitário das ações ou quotas da startup, eventuais direitos econômicos dos investidores e fundadores da startup, dentre outros. Um exemplo prático do uso dessa terminologia em contratos pode ser verificado nos acordos de sócios, uma vez que preveem que a compra da startup somente pode ocorrer mediante um *valuation* de determinado valor, geralmente calculado na forma *pre-money*.

³ Para melhor entendimento, será utilizado o termo “investidor” ao longo do texto.

1.2 ORIGEM HISTÓRICA

A origem do Venture Capital remonta ao pós-segunda guerra mundial, nos Estados Unidos, com a fundação da sua firma *American Research and Development Corporation* (ARD) pelo Georges Dorit, conhecido popularmente como General Doriot. O mais famoso investimento da ARD foi em 1957, quando Ken Olson e Harlan Anderson, co-fundadores da *Digital Equipment Corporation* (DEC), conheceram o General Doriot e, após várias conversas, o general enviou uma carta, informando a intenção de comprar 78% da DEC por \$70.000,00 dólares. Atualmente, essa carta é chamada de *term sheet* e é um dos principais documentos de uma operação.

Em 1968, a DEC fez um IPO e o investimento da ARD foi avaliado em \$355 milhões de dólares, sendo um retorno de mais de cinco mil vezes o valor investido. A ARD teve, ao longo dos seus vinte cinco anos de existência, um retorno para seus investidores de 15,8%. Contudo, sem considerar o investimento na DEC esse retorno cai para 7.4%.

Do ponto de vista regulatório dos Estados Unidos, os primeiros esforços para fomentar o investimento em novas empresas foi o “*Small Business Act*” de 1958, que criou o “*Small Business Company*” (SBICs). Esse instituto existe até hoje, porém, mesmo compartilhando muitas características com as atuais firmas de VC, não é o modelo dominante por causa de impeditivos regulatórios.

Um importante de grau para o desenvolvimento da indústria foi a criação das “*limited partnerships*” (parcerias limitadas). Nesse modelo, os sócios limitados participam com o capital e os “*general partners*” selecionam e fazem o investimento nas empresas. Até os anos 70, o mercado de VC era menor do que um bilhão de dólares, porém, em 1979 com uma mudança da tributação para investimentos em VC dos fundos de pensões, o mercado começou a crescer gradualmente - atualmente os fundos de pensão representam metade dos investimentos em VC. Em 1991 o mercado era avaliado em 2,2 bilhões de dólares; 4,1 bilhões em 1994; 11 bilhões em 1996; 20.9 bilhões em 1998; e em 1999 o mercado teve um “boom” chegando em 50 bilhões e 104 bilhões nos anos 2000. Nos anos seguintes o mercado se estabilizou e se manteve entre 20 e 30 bilhões de dólares.

No Brasil, a indústria de VC tem início na década de 1970, principalmente por parte do governo que buscava viabilizar os projetos do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) de 1974, no mesmo ano, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) criou 3 iniciativas: (i) Fibase, voltada ao financiamento de empresas produtoras de insumos básicos; (ii) Embramec, voltada para empresas do setor de bens de capital; e (iii) Ibrasa, voltada ao investimento nos demais nichos econômicos não abrangidos pela Fibase e pela Embramec.

Dentre as 3 iniciativas a Ibrasa mais se aproximava do VC atual. Porém, as iniciativas não eram focadas para novas e pequenas empresas. Em 1982, as 3 iniciativas foram unificadas no BNDES Participações S.A. (BNDESPAR). Outro programa de fomento da mesma época foi o de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Empresa Nacional criado pela Financiadora de Estudos e Projetos do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (FINEP) formalizou e fomentou a indústria de VC na época e nas décadas seguintes.

Do ponto de vista regulatório brasileiro, houve a criação, em 1986, de mecanismo voltado à organização e incentivo da indústria de VC. Trata-se da publicação do Decreto-Lei nº 2.287, regulado pelas Resoluções nº 1.184/86 e nº 1346/87 do BACEN, que criou as sociedades de capital de risco (SCRs), as quais eram beneficiadas por isenção e incentivos fiscais.

Contudo, a regulamentação das SCRS era exclusiva para investimentos com capital próprio, impedindo a utilização de empréstimos ou outros instrumentos de dívida e a regulamentação do BACEN sobre ganhos de capital tornava inviável a utilização das SCRS. Outro marco, foi a Instrução nº 209 de 1994 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regulamentou o investimento em pequenas e médias empresas por meio de um Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), fundo tinha prazo máximo de dez anos e era voltado para empresas com patrimônio líquido consolidado de até R\$ 60 milhões.

Nos anos 2000, mesmo diante de um cenário econômico global desfavorável por causa da “bolha da Internet”, o FINEP criou o programa Inovar como objetivo de promover e consolidar a indústria de VC no Brasil. No ano de 2003 foi publicada a Instrução nº 391 da CVM, que regulamentava os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), o que gerou mais flexibilidade para a indústria e possibilitou a participação de fundos de pensão e investidores estrangeiros. No

ano de 2003, com a publicação da Lei nº 11.312/2006, foi reduzida a zero a alíquota de imposto de renda sobre os ganhos auferidos pelos investidores dos fundos.

A década de 2010 foi um importante ano para a indústria de VC, marcada pela sofisticação deste e pelo começo de grandes empresas internacionais ligadas ao VC, tais como a AccelPartners e a Redpoint. No ano de 2016, ocorreram grandes mudanças regulatórias, considerando a substituição das Instruções CVM nº 209 e nº 391 pela Instrução CVM nº 578, que modernizou e flexibilizou as regras de constituição, funcionamento e administração dos fundos de VC, e deu autorização para que esses fundos investissem em ativos no exterior.

2. COMO FUNCIONA O VENTURE CAPITAL

Para entender o funcionamento do VC, é importante entender a estrutura deste mercado, que compreende ao funcionamento da startup e do fundo de VC e, conseqüentemente, o interesse de cada na indústria de VC.

2.1 O FINANCIAMENTO DA STARTUP

A startup procura a indústria de VC como uma forma de se financiar. Para entender o ecossistema de VC que gira entorno da startup, devemos analisar a história de uma startup que começa com o empreendedor (*founder*) ou grupo de empreendedores que tiveram uma ideia inovadora e montam uma empresa.

No primeiro momento usam dinheiro dos próprios sócios para financiar a empresa, eventualmente, vão precisar de mais dinheiro e para isso buscam ajuda financeira com a família e amigos, esse financiamento entre conhecidos dos sócios é chamado de rodada *Family and Friends* (FF) - recentemente algumas figuras do mundo do VC adicionaram o F de “*Fools*” no nome dessa rodada resultando em *Family, Friends and Fools* (FFF)⁴. Nesse momento a empresa ainda está muito no início e o financiamento levantado com a família e amigos é pouco complexo e nem sempre é formalizado.

⁴ WINLEY, Rich. **Friends, Family...Fools?**: who will you get to fund your startup. Who Will You Get To Fund Your Startup. 2015. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/richwinley/2015/08/21/friends-family-fools-who-will-you-get-to-fund-your-startup/?sh=298729a33abb>. Acesso em: 07 nov. 2023.

Posteriormente, ainda em fase inicial, a empresa chama a atenção de algum investidor anjo que tem interesse em financiá-la e, em muitos casos, também auxilia os sócios nos desafios enfrentados pela empresa. Contudo, não se deve confundir a figura do investidor anjo - cuja participação societária está relacionada com a quantia aportada - com a do mentor, que apesar de também poder ser um investidor da empresa, sua participação societária está ligada essencialmente com a sua função de aconselhar os sócios. O investimento feito por um anjo geralmente não é complexo e é realizado por meio de um contrato de mútuo conversível em participação societária.

Quando a empresa está no mesmo estágio de um investimento anjo, é comum que ela passe por um incubadora, que cobra uma taxa pela utilização da estrutura em forma de participação societária da empresa. Após o investimento anjo, a empresa passa por um investimento “pré-seed”. Nesse momento a empresa está validando o mercado e pivotando o produto.

Com os produtos da empresa mais definidos e em processo de validação, a startup começa a chamar atenção dos fundos e pode participar de fato de uma primeira rodada de VC chamada de “seed”. Esse momento é essencial para estruturar a empresa.

Com a empresa estruturada e buscando tração, ela entra no mundo das “séries”. As rodadas de investimento nesse momento são nomeadas com letras e em ordem alfabética, sendo a primeira a série A.

É possível que aconteça rodadas intermediárias, chamada de “*brigde*” (ponte), entre as séries. Essas rodadas acontecem de acordo com a necessidade da empresa ou uma previsão contratual e geralmente utilizam o mesmo *valuation* da rodada anterior (ou um valor próximo) e tem os mesmos investidores da rodada anterior. Como a rodada *brigde* é similar à rodada anterior, tanto que não tem necessidade de fazer uma nova auditoria, a nomenclatura dessa rodada é a letra da rodada anterior acompanhada mais um número; por exemplo uma rodada A-2. A partir desse momento, o nível dos investimentos se torna cada vez mais sofisticados e maiores, assim como a empresa.

Para compreender o que significam cada uma dessas rodadas devemos que o valor de uma rodada dobra ou quase que dobra de uma rodada para outra. Para melhorar a visualização, o

Distrito, uma das principais aceleradoras da América Latina, em um de seus relatórios de 2022 apresentou a seguinte tabela:

Figura 1 – Ticket médio por estágio

Ticket médio por estágio (em milhões de dólares)

	Média em 2021	Média nos últimos 12 meses
Pré-seed	0,4	0,4
Seed	1,6	2,8
Series A	11,6	13,6
Series B	42,3	43,3
Series C	81,0	87,2
Series D	132,3	140,6
Series E	174,4	199,2
Series F	206,0	224,0
Series G	575,0	750,0

No mundo de VC não existe um caminho certo para todo mundo e nem uma definição exata de cada conceito. Por exemplo, uma empresa pode receber seu primeiro financiamento em uma série A, sem passar por nenhuma rodada *pré-seed* ou *seed*, ou até mesmo chegar em um *seed* e não ter recebido um investimento anjo. Em relação aos valores de cada rodada, geralmente mais do que dobra de uma rodada para outra da mesma empresa.

Os valores apresentados pelo Distrito trazem uma noção sobre cada rodada, contudo, nem sempre ficam nesses valores e a realidade de uma empresa difere da outra, por exemplo, a empresa Docket levantou uma série B de R\$ 110 milhões⁵ e a Digibee captou uma série B de US\$ 60 milhões, aproximadamente R\$ 300 milhões⁶, sendo a terminologia de cada rodada é ajustada a

⁵ SOUZA, Leandro Miguel. **Docket levanta R\$ 110 milhões em série B com Gerdau Next e Bradesco**. Disponível em: <https://startups.com.br/noticias/docket-levanta-r-110-milhoes-em-serie-b-com-gerdau-next-e-bradesco/>. Acesso em: 07 nov. 2023.

⁶ FACCA, Júlia. **Digibee levanta R\$ 300 milhões em série B**. Disponível em: <https://www.baguete.com.br/noticias/30/05/2023/digibee-levanta-r-300-milhoes-em-serie-b>. Acesso em: 06 nov. 2023.

realidade de cada empresa e só de levantar um capital, independentemente do valor, é uma grande conquista para empreendedor.

A vida da startup dentro da indústria de VC pode acabar de duas formas: com o fechamento da empresa, como ocorre na maioria das startups, ou com o “*exit*” que é o momento que a empresa consegue remunerar todos os seus sócios por meio de IPO ou M&A. Ambas os finais podem acontecer a qualquer momento com a empresa, ou seja, empresas que passam por grandes investimentos como série C podem fechar as portas, da mesma forma, para ser considerada uma startup de sucesso não necessariamente uma empresa tem que passar por uma série B, C, ou o *exit* ser um IPO.

2.2 O FUNDO DE VENTURE CAPITAL

O fundo de VC é o principal investidor da indústria, muitas startups dependem de um investimento dele para continuar existindo. O ciclo da vida de um fundo dura geralmente entre 8 a 10 anos e passa por quatro principais etapas: *fundraising* (captação de recursos); investimento; monitoramento; e *exit*. Os participantes ao longo da sua existência são: os quotistas, o administrador e a gestora do fundo. O objetivo do fundo é remunerar o valor investido pelo cotista.

O fundo tem início com a captação de recurso. Nesse momento, a gestora procura investidores interessados em virar cotistas do fundo por meio de aporte financeiro. Com o fundo constituído e a captação feita, a gestora vai à procura de oportunidades de investimentos em startups que precisam de um financiamento e com potencial de se desenvolver. Para conseguir filtrar as empresas e achar oportunidades, o fundo cria uma tese de investimento, definindo o perfil da empresa, ou seja, qual setor da economia ela atua e o quão desenvolvida a empresa está, conseqüentemente, delimitando as rodadas e o valor que vai investir. Por exemplo, o fundo Indicator 2 IoT tem como tese⁷ o investimento em empresas “*early-stage*” - empresas que estão finalizando de pivotar seus produtos e prestes a buscar tração - e atuantes no mercado de inteligência das coisas.

⁷ Indicator Capital. Disponível em: <https://indicatorcapital.com/sobre>. Acesso em: 05 nov. 2023.

O investimento pode ser feito por um investidor ou um grupo como forma de diluição de risco e aumento da diversificação, é comum que a rodada seja composta por um investidor líder conjuntamente de investidores menores. Realizado o investimento inicial, o fundo começa a monitorar as empresas investidas e eventualmente realizam novos investimentos nas mesmas empresas para manter ou aumentar sua participação societária. O investidor líder costumeiramente tem um acento no conselho de administração da empresa e na etapa de monitoramento da empresa atua ativamente aconselhando os *founders*.

A etapa final da vida de um fundo é o “*exit*” ou desinvestimento. Nessa etapa o fundo quer ser remunerado pelo investimento feito na empresa. Essa saída só pode acontecer com alguém comprando a participação dele, ocorrendo por meio de duas formas: IPO ou M&A. Importante notar que quando o investimento é realizado em uma empresa, já é planejado o momento que o fundo vai desinvestir para acontecer simultaneamente com fim do mandato do fundo.

Para entender o papel de fundo de VC é preciso entender função e como cada figura do fundo é remunerada. O administrador do fundo tem a função de ser o responsável pela manutenção do fundo de acordo com os devidos trâmites legais e é remunerado, via de regra, com uma taxa de 2% ao ano sobre o valor total investido no fundo.

A gestora que durante todo ciclo de vida do fundo tem um papel ativo, realizando escolhendo em qual empresa investir, monitorando e fazendo o “*exit*”. A remuneração da gestora, geralmente, é com uma taxa de performance de 20% sobre o retorno obtido sobre os investimentos, ou seja, um quinto de todo lucro obtido pelo fundo. A forma de remuneração da gestora não é fixa, podendo variar o seu método de apuração e a porcentagem cobra, com algumas gestoras conceituadas cobrando 30% como taxa de performance.

Por fim, o cotista que é o responsável por aportar dinheiro no fundo, geralmente motivado por um ganho econômico futuro ou o fomento da economia no caso de entes públicos (ex: BNDS). O cotista é remunerado no final da vida útil do fundo com o dinheiro que ele investiu mais 80% do lucro obtido pelo fundo.

2.3 O MERCADO DE VC

O Venture Capital tem como principais *players* a startup e o fundo, mesmo com todo o glamour dessa indústria e a notícias de grandes startups de sucesso como a Nubank, estamos tratando de um mercado que com muito risco. Esse risco é ainda maior nas primeiras rodadas quando a startup está em fase de estruturação, porém o retorno sobre o investimento é consideravelmente maior. Para o fundo de VC, um acerto representa mais do que só retorno sobre aquela operação, mas também deve representar um lucro que cubra as operações que não deram certo. No mercado de VC, estimasse entre 8 ou 9 investimentos só um dá certo. Justamente, o maior número de investimento, o investimento em empresas pouco estruturadas, e o capital investido menor que diferencia uma operação de *Venture Capital* de uma de *Private Equity*.

Em uma operação de mercado de capitais o risco é consideravelmente menor, pois caso, a operação não funcione é possível amenizar a perda vendendo toda posição investida em uma ação. Enquanto no mercado de VC, caso a empresa feche sua operação, o investimento é perdido como um todo, pois praticamente não tem liquidez para vender o investimento feito. Com esse enorme grau de risco, para um fundo ser considerado um bom investimento para o cotista é necessário obter um rendimento superior ao índice do mercado de capitais.

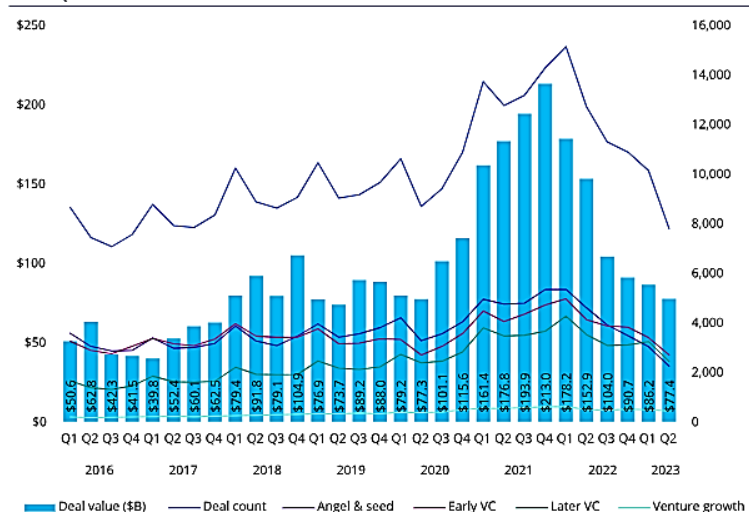
3. PANORAMA ATUAL DO VENTURE CAPITAL

O mercado de Venture Capital no mundo passou dos 200 bilhões de dólares em 2021. Esse ano foi o recorde, com um otimismo muito grande com a retomada da economia e o fim do Covid-19. Contudo, em 2022, o mercado diminuiu consideravelmente, sendo chamado de “inverno das startups” com reflexos sendo visíveis em 2023, conforme é possível observar na tabela abaixo:

Figura 02 – Financiamento global de VC

Global venture financing

2016–Q2'23



Source: Venture Pulse, Q2'23. Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Data provided by PitchBook, July 26, 2023

No Brasil, esse cenário é agravado pela sua atual situação econômica, em razão da taxa da alta taxa de juros, e política, causada pela entrada de um novo governo e majorada com a incerteza em relação à aprovação de reformas, em especial, a reforma tributária que impacta diretamente o funcionamento dos investimentos. Mesmo com a recente queda à curto prazo, a expectativa do mercado é de otimismo em relação ao longo prazo resultante do recente desenvolvimento do ecossistema de VC no país como é possível observar na fala do Daniel Malandrin, sócio de VC no KPMG:

Despite the decline in VC funding, Brazil continues to be the major VC hub in Latin America, with a growing ecosystem of players ranging from VC firms to corporates to entrepreneurs. While the VC market in Brazil is experiencing a downturn at the moment, the robust ecosystem has dramatically improved the environment for raising capital in the country—which will have a positive impact over the longer term once market conditions improve.

A mudança de ciclo econômico pode ser favorável para melhora do cenário de VC no Brasil. Em 2022, a taxa Selic atingiu o seu maior valor desde 2015, o que impacto diretamente a indústria, pois o custo de capitalização ficou muito elevado com os investidores mais seletivos na escolha de

seus investimentos⁸. Porém, a recente queda da taxa de juros indica que Brasil está entrando em um novo ciclo econômico, caso venha a de fato acontecer o custo de capitalização vai ser reduzido e a os investidores vão buscar investimentos mais arriscados com maior retorno o que vai ser muito positivo para a indústria de VC.

4. PROCESSO DE INVESTIMENTO

As etapas jurídicas para a operacionalização de uma operação de venture capital são quatro e acontecem na seguinte ordem assinatura do *non-disclosure agreement* (“NDA”) ou acordo de confidencialidade; *Due Diligence* ou auditoria; elaboração do *Term Sheet* (“TS”); e elaboração dos contratos definitivos.

4.1.NDA

Intuitivamente, se imagina que o acordo de confidencialidade deve ser assinado antes de expor a ideia de uma empresa para evitar que a outra parte possa “roubar” a ideia, principalmente para o empreendedor que imagina a empresa como o projeto da vida dele. Contudo, no mundo de VC, o NDA é assinado depois que acontecem diversas conversas entre o investidor e a startup, essa demora para assinatura do acontece por causa dos seguintes motivos (Caminha, Lucas 2023)⁹: um investidor recebe centenas de possíveis investimentos para analisar e seria impossível operacionalmente assinar todos; o custo com advogados envolvido na assinatura de um acordo de confidencialidade é desnecessário caso o investidor não tenha interesse no negócio; o tempo gasto com idas e vindas de revisão de documentos somente para o NDA, principalmente em uma indústria que a janela de oportunidade é tão relevante; caso o investidor não seja um expert na área de atuação da startup ele vai querer consultar um terceiro; por fim, a insistência para a assinatura de um NDA pode significar que a startup pode ser facilmente copiada e não diferenciais competitivos.

⁸ DISTRITO. Inside Venture Capital: cenário do mercado late stage no brasil. São Paulo: 2023.

⁹ Caminha, Lucas; Coelho, Gustavo Flausino: Captação de Recursos por Startups: Atualizado com o Marco Legal das Startups. 2023

Com interesse do investidor pelo negócio, será necessário firmar o acordo de confidencialidade. O NDA deve abranger em suas cláusulas¹⁰ o conceito de “informação confidencial” para o acordo; como vai funcionar a gestão e utilização das informações; período do acordo; a regra de descumprimento do acordo e a sua multa; o encerramento do vínculo contratual com a destruição das informações trocadas. Mesmo sendo um contrato simples, é de extrema importância, com estimativas mostrando que os negócios americanos perdem mais de 250 bilhões de dólares com roubo de informações e a tendência é o crescimento desse valor¹¹.

4.2. Term Sheet

O *term sheet*, ou carta de intenção, é um dos momentos mais importantes em uma operação de VC, e tem por objetivo estabelecer as principais premissas que irão guiar a elaboração do contrato de investimento a ser celebrado conforme relatado por Lucas Caminha e Flausino Coelho:

Do ponto de vista econômico, a preocupação que anjos devem ter no *term-sheet* é a cobertura de quatro pontos principais – a relação preço versus participação na startup, direitos de proteção ao investidor (anti-diluição), mecanismos de influência do anjo na gestão e direitos do anjo em um desinvestimento.

Na prática, as cláusulas do *term-sheet* se referem a: (i) tipo de investimento (participação ou dívida conversível); (ii) condições precedentes; (iii) estrutura do negócio; (iv) direitos do investidor; e (v) exclusividade do empreendedor, além de outros termos necessários no caso concreto.

(Caminha, Lucas; Coelho, Gustavo Flausino: Captação de Recursos por Startups: Atualizado com o Marco Legal das Startups. 2023)

Portanto, trata-se de um contrato preliminar que dispõe, de forma simplificada, sobre as principais cláusulas que deverão constar nos documentos definitivos da operação, sendo ele a base da negociação do investimento. O *term sheet* normalmente é oferecido pelo investidor e carece de aceitação por parte do empreendedor (Metrick; Yasuda, 2011). Por fim, é importante ressaltar que o *term sheet* não necessariamente possui caráter contratual, como aconteceu na carta enviada pelo General Doriot, mas pode adquirir essa característica em relação às obrigações entre as partes nele

10 Ramunno, Pedro A. L. Checklist Contratual: 5 pontos de atenção para analisar um acordo de confidencialidade. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/checklist-contratual-5-pontos-de-aten%C3%A7%C3%A3o-ao-analisar-um-pedro/?originalSubdomain=pt>. Acesso em 08 nov. 2023.

11 Shaw, Eric; Stock, Harley. Behavioral Risk Indicators of Malicious Insider Theft of Intellectual Property: misreading the writing on the wall. Symantec (2011). Disponível em: <https://static1.squarespace.com/static/596a623ba5790afcec9c024e/t/59c9e063a803bb62117213c0/1506402404657/Symantec+Malicious+Insider+Whitepaper+FINAL2.pdf>. Acesso 01.11.2023

estipuladas (Rebello, 2013). Nesses casos, torna-se crucial a assinatura de ambas as partes no documento.

Por se tratar de um “contrato preliminar”, dessa forma, o *term sheet* cria uma expectativa de direito e, portanto, as negociações acerca do investimento somente podem ser interrompidas no caso da existência ou ocorrência de um evento imprevisto que efetivamente inviabilize o interesse financeiro no negócio (comumente denominado de material *adverse effect*). Em uma comparação entre o VC e o M&A, esse documento seria similar ao *Memorandum of Understanding* (“MoU”) ou memorando de entendimentos.

O ecossistema de VC por meio da *National Venture Capital Association*, uma das principais associações de VC do Estados Unidos e do mundo, mantém atualizado modelos de documentos legais utilizados, entre eles o *term sheet*¹². Essa prática ajuda o mercado, pois revela quais são os padrões utilizados na indústria diminuindo o tempo gasto em negociação e possibilitando o advogado possibilitando o advogado focar nos pontos mais importantes, consequentemente, o gasto operacional para realizar um investimento é diminuído.

4.3. Due Diligence

A fase de auditoria (“*Due Diligence*”) é essencial na maioria das operações. Principalmente nas operações que envolvem participação societária, pois, nesses casos, o investidor assumirá obrigações e que inclusive pode ter impacto na esfera subjetiva do sócio em casos de desconsideração da personalidade jurídica (Ulhoa, Direito Comercial). O objetivo da *Due Diligence* é entender o negócio e seus riscos para proteger o investidor, sendo realizada uma auditoria legal e uma auditoria contábil/financeira.

Como na indústria de VC não se procura somente o investimento, mas muitas vezes o “*smart-money*”, o investidor tem um papel ativo na administração do negócio, geralmente participando no conselho de administração, o conselheiro pode acabar sendo responsabilizado. Por ser uma indústria de grande risco, caso a empresa feche, o administrador pode cometer algum crime de ordem falimentar.

¹² Disponível em: <https://nvca.org/model-legal-documents/>. Acesso em 06 nov. 2023.

Do ponto de vista econômico, a auditoria é necessária para entender a *big-picture* da empresa e conjuntamente diminuir a assimetria de informação entre o investidor, que está tendo seu primeiro contato com a empresa, e o *founder*, que vive o negócio 100% (cem por cento) do tempo. Tanto que um estudo realizado pela Wiltbank & Boeker identificou uma correlação entre o lucro auferido pelas startups e o número de horas gastas na auditoria¹³. O entendimento da empresa é essencial na elaboração das condições precedente e na própria negociação dos documentos definitivos.

Na auditoria, também é analisado um dos aspectos mais importantes de uma Startup, que é a sua propriedade intelectual, descrita da seguinte forma: “assim, quando considerada sob a ótica das startups, a propriedade intelectual pode ser tida como uma de suas bases para uma vantagem competitiva; é, dessa forma, uma das responsáveis pelo sucesso de uma empresa nascente”¹⁴.

A proteção da propriedade intelectual (PI) de uma startup é extremo interesse do investidor, sendo a sua transferência ou licenciamento exclusivo uma das hipóteses de evento de liquidez, conforme pode ser observado na redação do *term sheet* padrão da NVCA¹⁵: a “*sale, lease, transfer, exclusive license or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company will be treated as a liquidation event*”. O efeito de um evento de liquidez é o investidor pode exercer seu direito de preferência na liquidação, recuperando automaticamente o dinheiro investido. A devida proteção desses aspectos por si só já é benéfica para startup, porém, um estudo realizado em Portugal apurou que o registro de marca e patente aumentam significativamente o sucesso na atração de um investimento para a sociedade, principalmente no setor de biotecnologia¹⁶

4.4. Instrumentos de investimento

¹³ Wiltbank, Robert, & Boeker, Warren. Returns to angel investors in Groups. Angel Capital Association & Kauffman Foundation (2007). Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelGroupResarch/1d%20-%20Resources%20-%20Research/6%20RSCH_-_ACEF_-_Returns_to_Angel_Investor_in_Groups.pdf>. Acesso em 01.11.2023.

¹⁴ FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups. São Paulo: Editora Saraiva, 2018. E-book. ISBN 9788553600311. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553600311/>. Acesso em: 08 nov. 2023.

¹⁵ Disponível em: <https://nvca.org/model-legal-documents/>. Acesso em: 07 nov. 2023.

¹⁶ Startups com marcas e patentes têm 10 vezes mais sucesso a atrair investimento. Swipe News, 2023. Disponível em: <https://eco.sapo.pt/2023/10/17/startups-com-marcas-e-patentes-tem-10-vezes-mais-sucesso-a-atrair-investimento/>. Acesso em: 06 nov. 2023.

Essa é a etapa final de qualquer de qualquer operação de investimento em VC, quando ambas as partes se juntam para fazer o instrumento final com os direitos e obrigações que vão guiar a relação do investidor e do investido nos próximos anos. No Brasil, os principais instrumento utilizados são o contrato de compra e venda de participação e o mútuo conversível em participação societária, no resto do mundo também existe o “*Simple Agreement for Future Equity*” (“SAFE”).

Nesse momento da operação as cláusulas presentes de forma simplificada no term-sheet ficam mais elaboradas. Em razão da não vinculação do *term sheet*, as partes podem firmar acordos divergente do que estabelecido no TS. No mundo de VC não existe um instrumento melhor do que o outro somente um mais adequado para aquela situação em específico

4.4.1. Mútuo conversível

O mútuo conversível em participação societária previsto no art. 5º, §1º, IV, do Marco Legal das Startups, Lei Complementar 182/2021 é um instrumento de dívida utilizado para investimento sendo uma “tropicalização das Convertible Notes norte-americanas”¹⁷. Essa modalidade de investimento é o mais utilizado em investimentos realizados nas primeiras rodadas, pois tem como sua principal vantagem a não inclusão do investidor no acordo parassocial, evitando qualquer tipo de desconsideração da personalidade jurídica. Uma vez que o investidor é credor da startup existe a possibilidade de recuperar o investimento caso a empresa não esteja indo bem, geralmente, essa recuperação não funciona pois a startup não tem condições de ressarcir o mutuante.

No contrato de mútuo as principais cláusulas são as: conversão da participação; condições precedentes; *use of proceeds* do objeto do contrato do mútuo; e o vencimento.

A cláusula de conversão vai dispor sobre o valor do mútuo conjuntamente com a participação da empresa que o investidor vai receber na conversão levando em consideração o *valuation* utilizado. Também vai determinar quais são as hipóteses de conversão que o investidor vai poder optar por realizar a conversão, de acordo com o Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho são:

“Segundo padrão de mercado, são essas as hipóteses de conversão de dívida mais comuns:
(i) direito de converter a qualquer tempo, sem qualquer restrição; (ii) data de vencimento

¹⁷ JÚDICE, Lucas Pimenta; PACHECO, José Ernani de Carvalho. Direito das Startups. 1ª. ed. São Paulo: Juruá Editora, 2015. v. I.

do mútuo; (iii) cumprimento de certo KPI (p. ex. faturamento de R\$ 500 mil ou vendas para 10mil clientes); (iv) ocorrência de um evento de vencimento antecipado; e (v) ocorrência de um evento de liquidez”

As condições precedentes de um contrato de mútuo estão relacionadas com a necessidade de transformação de uma sociedade limitada para uma sociedade anônima; realização de atas; e um acordo social¹⁸.

A transformação de uma sociedade limitada em uma sociedade anônima é essencial do ponto de vista de eficiência fiscal. Quando o mútuo é convertido acontece um ágio em relação ao valor da ação, pois quando é elaborado o *valuation* não é só considerado os valores nominais ou patrimoniais. Na sociedade por ações existe a previsão expressa do art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018), que isenta esse tipo de societário que isenta o recolhimento de imposto de renda retido na fonte.

Com a conversão do mútuo, é necessária a realização de uma Assembleia Geral Extraordinária ou uma Reunião de Conselho de Administração. Caso a Companhia tenha regime de capital autorizado, que permite a autorização para aumento de capital social independente do estatuto conforme art. 168 da LSA. Em paralelo, é comum, a previsão que os acionistas vão firmar um novo acordo. Essa previsão visa que os direitos dispostos no contrato de mútuo continuem a ter efeitos após a conversão

A previsão do “*use of proceeds*” é uma proteção para o investidor garantindo que o dinheiro investido vai ser empregado de forma adequada nas atividades da startup. Caso o empreendedor viole essa previsão, vai acontecer o vencimento antecipado do mútuo e se torna devido os valores do mútuo com os consectários moratórios e de cláusula penal, em caso de inadimplemento absoluto da obrigação determinada pelo credor/mutuante/investidor¹⁹.

O contrato de mútuo, por natureza, exige um prazo, caso não tenha uma previsão no contrato será usado as hipóteses previstas no art. 592 do Código Civil. Com o vencimento do contrato, o investidor deverá escolher uma das 3 (três) opções: a conversão do mútuo em participação

¹⁸ Zirpoli, Rodrigo Domingos. Contrato de mútuo conversível em participação societária. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022.

¹⁹ *Ibidem* (ref. 17)

societária; pagamento do valor do mútuo acrescido dos juros; ou remir a dívida, equiparando os efeitos do contrato de mútuo aos efeitos de um contrato de doação.

4.4.2. Compra e venda de participação

Uma das formas de adquirir a participação da *startup* é adquirindo direta ou indiretamente participação da empresa. Para realizar esse investimento geralmente é realizada uma operação de *cash in*, ou seja, uma aquisição originária da participação societária. Para remunerar os *founder*, é possível que uma parcela mínima do investimento seja utilizada na forma de uma aquisição secundária.

Na elaboração dos documentos definitivos desse tipo de operação é criado, conjuntamente com o acordo de investimento, o acordo de acionista disciplinando quais vão ser as regras da relação entre os *founders* e os investidores. Essencialmente para proteção dos investidores, está previsto cláusulas que alteram a participação societária da empresa; *lock up* dos *founders*; e a administração da empresa.

Para os investidores é essencial que eles tenham mecanismos de controle da participação societária, visando garantir que eles possam fazer o *exit* do investimento. Logo é de grande interesse do investidor ter o direito de *drag-along*, que é o direito do controlador forçar a venda da participação do minoritário. Por outro lado, é do interesse do *founder* ter o direito de tag along, que é o direito dos minoritários de participar da venda do majoritário com as mesmas condições.

O *lock up* é a previsão que *founder* não pode vender sua participação para terceiros por um determinado período. Essa previsão é importante para a empresa ter estabilidade na estrutura da empresa, além de gerar segurança para o investidor e credibilidade para a empresa²⁰.

A administração da empresa, composta pela diretoria, que geralmente são os *founders* e estão presentes no dia a dia da empresa, e o conselho de administração, costuma ter uma composição mista com membros sendo indicados pelos investidores e membros indicados pelos *founders*. O conselho de administração, mesmo não participando do dia a dia da empresa, tem um papel essencial, pois diversas matérias têm necessidade de aprovação prévia deles, como: (i) prática de

²⁰ CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Alienação de Controle de Companhias Fechadas. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 239.

atos que obriguem a sociedade acima de determinados valores; (ii) prática de atos contrários ao plano de negócios ou acima de valores propostos; (iii) contratação e demissão de funcionários com salários acima de determinado valor; (iv) compra de ativos acima de determinado valor; (v) alienação de bens do ativo permanente; (v) endividamento acima de determinado valor; (vi) contratação de empréstimos; (vii) operações com partes relacionadas; entre outros²¹.

4.4.3. SAFE

O “*simple agreement for future equity*”, é um contrato utilizado no exterior principalmente nas rodadas iniciais. O grande diferencial desse contrato é que ele não se encaixa como um instrumento de dívida e ao mesmo tempo o investidor não está integrando, em um primeiro momento, o capital social da empresa. Esse instrumento determina que na próxima rodada de investimento o investidor vai receber a participação societária, de acordo com o *valuation* da próxima rodada, sendo uma vantagem pois o custo operacional e o tempo para elaborar um SAFE é consideravelmente menor do que outros instrumentos²².

Infelizmente, não existe um correspondente no direito brasileiro. O instrumento que mais se aproxima desse tipo de investimento é o adiantamento para futuro aumento de capital (“AFAC”) que prevê um aumento de capital quando acontecer determinado evento ou quando acordado. Contudo, a AFAC carece de uma legislação própria resultando falta de segurança jurídica e o risco de a receita federal entender de forma diversa e cobrar multa.

5. CONCLUSÃO

O mercado de Venture Capital, que teve seu início com o General Doriot e chegou ao Brasil há pouco décadas impulsionado por órgãos públicos como o BNDS e o FINEP, é a principal forma financiamento de uma *startup*. O mundo de VC faz parte de todos os momentos de uma *startup*. No começo com as rodadas de *family and friends*, aceleradora e investimento anjo; na etapa final de desenvolvimento de produto e tração da empresa com as rodadas pré-seed, seed, série A e B; na

²¹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.350.

²² SAFE Note vs Convertible Note. Disponível em: <https://www.contractsounsel.com/b/safe-note-vs-convertible-note#:~:text=In%20the%20case%20of%20SAFE,at%20a%20specified%20conversion%20event>. Acesso em 09 nov. 2023.

fase de *late-stage*, quando a empresa está consolidando no mercado, com as demais séries; até finalmente o *exit*, por meio de um *M&A* ou um *IPO*.

A estrutura de uma rodada de VC tem como principais etapas a assinatura de NDA; term-sheet; due diligence; e documentos definitivos. Em cada etapa deve ser analisado quais são as proteções que os investidores e *founders* terão, ao mesmo tempo, devendo se assegurar a viabilidade da operação tanto em questões de tempo como de custo.

Em uma operação de VC, não é incomum encontrar startups que vão fechar caso não obtenham o investimento dentro de um determinado período. Logo, a depender da operação, um dos principais pontos será o tempo. Sendo esse apenas um dos indicadores do principal fator da indústria de VC: o risco.

Entender o risco de uma operação de Venture Capital é essencial para entender o mercado como um todo. Nas rodadas iniciais, o investidor assume mais risco e tem um retorno sobre o capital investido maior. Por outro lado, nas rodadas finais, o investidor está exposto a menos risco, com um retorno sobre o capital investido menor. Mesmo que as rodadas de *late-stage* tenham, teoricamente, menos risco do que as rodadas iniciais, ainda representam um risco considerável principalmente quando comparado com outros mercados, como o de capitais. Um exemplo do risco do mercado de VC é o caso da WeWork²³, que após ser avaliada em mais de quarenta bilhões de dólares, viu seu valor de mercado derretido e pediu recuperação judicial.

Porém, mesmo com várias empresas não dando certo, as pessoas desse meio são apaixonadas pelo que fazem. O motivo dessa paixão é a oportunidade colaborar no impacto nas pessoas por meio da inovação transformando a sociedade.

²³ WeWork pede recuperação judicial e assina acordo com credores para cortar dívida; ações tiveram negociação suspensa. Por bloomberg. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/wework-pede-recuperacao-judicial-e-assina-acordo-com-credores-para-cortar-divida-negociacao-acoos/>. Acesso em 09 nov. 2023.

REFERÊNCIAS

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de Recursos por Startups**. 1ª. ed. São Paulo: Almedina, 2020.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por startups**. São Paulo: Almedina, 2020

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A**. 3.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

MARINHO, Leonardo Estevam Maciel Campos. **Startups: a mitigação dos riscos nos investimentos em startups de base tecnológica**. Dissertação – Insper, 2017

NAKASONE, William Joji. **O financiamento de inovações por meio do venture capital: adequação dos instrumentos jurídicos brasileiros**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Panorama Jurídico dos Investimentos em Startups no Brasil**. In: ROVAI, Armando Luiz; FINKELSTEIN, Maria Eugênia; NORONHA, Ilene Patrícia de (coord.). Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 90, out-dez. 2020.

OIOLI, Erik Frederico. **Manual de direito para startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

PACETE, Luiz Gustavo. **Aportes em startups brasileiras chegam a R\$ 3 bi em janeiro**: inside venture capital report, da distrito, mostra que o volume foi 27% menor ao montante investido no primeiro mês de 2021. Inside Venture Capital Report, da Distrito, mostra que o volume foi 27% menor ao montante investido no primeiro mês de 2021. Disponível em: [https://forbes.com.br/forbes-tech/2022/02/aportes-em-startups-brasileiras-chegam-a-r-31-bi-em-janeiro/#:~:text=Inside%20Venture%20Capital%20Report%2C%20da,no%20primeiro%20m%20C3%AA%20de%202021&text=O%20m%20C3%AA%20de%20janeiro%2C%20de,%24%20591%20milh%C3%B5es\)%20em%20aportes..](https://forbes.com.br/forbes-tech/2022/02/aportes-em-startups-brasileiras-chegam-a-r-31-bi-em-janeiro/#:~:text=Inside%20Venture%20Capital%20Report%2C%20da,no%20primeiro%20m%20C3%AA%20de%202021&text=O%20m%20C3%AA%20de%20janeiro%2C%20de,%24%20591%20milh%C3%B5es)%20em%20aportes..) Acesso em: 10 nov. 2023

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

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Contratos de investimento em startups** – os riscos do investidor-anjo. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da. **Venture capital**: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Henry Elmadjian Rezende Leite, discente regularmente matriculada na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 3195826-5, período matutino, turma E, tendo realizado o TCC com o título: “VENTURE CAPITAL: UMA INTRODUÇÃO, PANORAMA E PECULIARIDADES” sob a orientação do Professor Armando Luiz Rovai declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de novembro de 2023.



Assinatura do discente