



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA



IGOR ALEJANDRO SOUSA SANTOS

**Regulamentação de crédito e o crescimento das Startups no
Brasil: um estudo sobre Venture capital e Private Equity**

CAMPINAS / SP
2024

IGOR ALEJANDRO SOUSA SANTOS

**Regulamentação de crédito e o crescimento das Startups no
Brasil: um estudo sobre Venture capital e Private Equity**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Juan Bacic

CAMPINAS - SP
2024

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)
Biblioteca do Instituto de Economia
Mara Janaina de Oliveira - CRB 8/6972

Santos, Igor Alejandro Sousa, 2002-
Sa59r Regulamentação de crédito e o crescimento das *startups* no Brasil : um estudo sobre *venture capital* e *private equity* / Igor Alejandro Sousa Santos. – Campinas, SP : [s.n.], 2024.

Orientador: Miguel Juan Bacic.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Instituto de Economia.

1. Capital de risco. 2. Empresas novas. 3. Fundos de investimentos. I. Bacic, Miguel Juan, 1954-. II. Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Palavras-chave em inglês:

Venture capital

New business enterprises

Mutual funds

Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Miguel Juan Bacic [Orientador]

Pedro Gilberto Cavalcante Filho

Data de entrega do trabalho definitivo: 21-06-2024

IGOR ALEJANDRO SOUSA SANTOS

**Regulamentação de crédito e o crescimento das Startups no Brasil: um estudo sobre
Venture capital e Private Equity**

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas como parte dos requisitos exigidos
para a obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Data de aprovação: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Miguel Juan Bacic – Presidente da banca

Universidade Estadual de Campinas

Prof. Mestre Pedro Gilberto Cavalcante Filho Docente convidado

Universidade Estadual de Campinas

AGRADECIMENTOS

Durante minha graduação, e especialmente nos últimos semestres, realizei um total de cinco estágios, acumulando mais de 4 mil horas. De cada experiência, tenho muito a agradecer pelos conhecimentos adquiridos, ensinamentos de carreira, motivações, feedbacks e oportunidades recebidas. Graças a essas experiências, sei exatamente o que quero perseguir em minha carreira. Agradeço ao Professor Miguel Juan Bacic por sua disponibilidade em me auxiliar e orientar durante o processo de escrita. Aos economistas das diversas feiras de profissões da USP que compareci, que me incentivaram e motivaram a seguir este curso, sou igualmente grato. Aos colegas que, durante a jornada, proporcionaram risadas e apoio, meu muito obrigado. E, finalmente, um agradecimento especial à Vitória Baldim, que me aguentou nos diversos dramas e crises durante todo o processo de escrita, me suportou na formatação e revisão deste trabalho, bem como na vivência universitária e social, assim como namorada, foi revisora, editora e psicóloga, atrevo-me a dizer que grandes possibilidades disto não ter-se finalizado não sendo o suporte da mesma.

Ao fim, deixo meu agradecimento à Universidade de Campinas e ao Instituto de Economia pelo suporte, pela qualidade do ensino e pelas oportunidades oferecidas.

RESUMO

Este estudo investiga a relação entre a regulamentação de crédito, nas modalidades de venture capital e private equity, e o crescimento das startups no Brasil. Focado nos Fundos de Investimento em Participações (FIP) Semente, examina o impacto das regulamentações brasileiras no ecossistema de startups, comparando-as com práticas internacionais. Embora a legislação brasileira ainda enfrente desafios limitando o acesso ao capital de risco, melhorias recentes mostram progresso. A experiência de países como os EUA demonstra que a flexibilidade regulatória pode aumentar o sucesso e o crescimento das startups. Dados revelam que a regulamentação de crédito influencia as iniciativas de venture capital e private equity no Brasil, com investimentos em startups aumentando de US\$2 bilhões em 2017 para mais de US\$10 bilhões em 2022. Startups com acesso a financiamento adequado têm maior capacidade de inovar e crescer, com exemplos como Nubank e 99 ilustrando a importância do apoio de fundos de venture capital e private equity. Este estudo contribui para o debate sobre a efetividade da regulamentação de crédito no Brasil e sua capacidade de fomentar um ecossistema sustentável e financeiramente saudável para startups. A evolução regulatória, especialmente com a substituição da Instrução CVM 409/04 pela Instrução CVM 555/14, melhorou o ambiente para investimentos. Medidas como o Marco Legal das Startups e programas de apoio como BNDES e Finep proporcionam um ambiente mais seguro e transparente para investidores e empreendedores.

Palavras-chave: CVM, startups, venture capital, private equity, regulamentação de crédito, FIP semente.

ABSTRACT

This study investigates the relationship between credit regulation, specifically in the modalities of venture capital and private equity, and the growth of startups in Brazil. Focusing on Seed Investment Funds (FIP Semente), it examines the impact of Brazilian regulations on the startup ecosystem, comparing them with international practices. Although Brazilian legislation still faces challenges that limit access to risk capital, recent improvements show progress. The experience of countries like the United States demonstrates that regulatory flexibility can increase the success and growth rate of startups. Data reveal that credit regulation influences venture capital and private equity initiatives in Brazil, with investments in startups increasing from US\$2 billion in 2017 to more than US\$10 billion in 2022. Startups with adequate funding have a greater capacity to innovate and grow, with examples like Nubank and 99 illustrating the importance of venture capital and private equity support for their success. This study contributes to the debate on the effectiveness of credit regulation in Brazil and its ability to foster a sustainable and financially healthy ecosystem for startups. Regulatory evolution, especially with the replacement of CVM Instruction 409/04 by CVM Instruction 555/14, has improved the investment environment. Measures such as the Legal Framework for Startups and support programs like BNDES and Finep provide a safer and more transparent environment for investors and entrepreneurs.

Keywords: CVM, startups, venture capital, private equity, credit regulation, Seed FIP.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	2
2.1 O CONCEITO DE STARTUPS E A CAPTAÇÃO DE CRÉDITO.....	2
2.2 CONCEITOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY.....	3
2.3 CONTEXTO HISTÓRICO DE SURGIMENTO E ADOÇÃO DOS INVESTIMOS EM PE/VC NO BRASIL E EXTERIOR.....	4
2.4 O AMBIENTE REGULATÓRIO SOBRE O CAPITAL DE RISCO PARA STARTUPS.....	8
2.5 CONCEITOS FUNDAMENTAIS A STARTUPS E TOMADAS DE CRÉDITO. 11	
2.5.1 O CONCEITO DE STARTUPS A PARTIR DE VISÕES MODERNAS E MODELO ENXUTO.....	11
2.5.2 O CONCEITO FINANCEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. 12	
2.5.3 A RELAÇÃO DE CRÉDITO, CRESCIMENTO E A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS STARTUPS.....	13
3 A ESTRUTURA DE CAPITAL DE STARTUPS.....	16
3.1 A ESTRUTURA DE CAPITAL, DÍVIDA Vs. CAPITAL PRÓPRIO.....	16
3.2 DESAFIOS E OPORTUNIDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS.....	17
3.3 IMPACTOS DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA GOVERNANÇA.....	19
4 O MERCADO DE CRÉDITO E BRASILEIRO.....	20
4.1 DIFERENTES MODELOS DE INVESTIMENTO E SUAS UTILIZAÇÕES/CARACTERÍSTICAS FORA VC E PE.....	20
4.2 PERFORMANCE DE VC E PE NO BRASIL FRENTE A DEMAIS MODALIDADES.....	23
5 REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO NO BRASIL.....	25
5.1 FUNCIONAMENTO DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIROS.	25
5.2 REGULAÇÃO ESPECÍFICA PARA VC E PE.....	27
5.3 SOBRE A PARTICIPAÇÃO DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS.....	28
5.4 VISÃO GERAL SOBRE O AMBIENTE REGULATÓRIO BRASILEIRO.....	29
5.5 ANÁLISE DA REGULAMENTAÇÃO SOBRE CRÉDITO DE STARTUPS NO MUNDO... 31	
6 A RELAÇÃO ENTRE A REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO E O CRESCIMENTO DE STARTUPS NO BRASIL.....	33
6.1 PRINCIPAIS FATORES QUE INFLUENCIAM O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS EM RELAÇÃO À REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO.....	33
6.1.1 Acesso ao Capital.....	33
6.1.2 Ambiente Legal e Regulatório.....	34
6.1.3 Desenvolvimento do Ecossistema.....	35
6.1.4 Cultura de Inovação.....	38
6.1.5 Incentivos à captação internacional e comparação regulatória.....	38
6.2 PRINCIPAIS INICIATIVAS BRASILEIRAS E INTERNACIONAIS SOBRE	

REGULAMENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE STARTUPS COM AMPLIAÇÃO DOS FUNDOS DE VC E PE.....	40
6.2.1 Marco Legal das Startups.....	40
6.2.2 Iniciativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	40
6.2.3 Programas de Apoio e Financiamento.....	41
6.2.4 Incentivos Fiscais e Legais.....	41
6.2.5 Iniciativas Internacionais de Regulamentação e Desenvolvimento de Startups.....	41
6.3 RESULTADOS DA REGULAMENTAÇÃO DE CREDITO VC E PE SOBRE O ECOSISTEMA DE STARTUPS.....	42
6.3.1 Aumento do Investimento em Startups.....	43
6.3.2 Desenvolvimento de um Ecossistema de Inovação.....	43
6.3.3 Incentivos à Inovação e Desenvolvimento Tecnológico.....	45
6.4 EXEMPLOS PRÁTICOS.....	45
7 CONCLUSÃO.....	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	48

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o ecossistema de startups no Brasil tem experimentado um crescimento expressivo, impulsionado pela inovação e pela busca por soluções criativas. Para que essas empresas emergentes prosperem, é essencial que tenham acesso adequado a financiamentos. Este trabalho investiga a relação entre a regulamentação de crédito, especificamente nas modalidades de venture capital e private equity, e o crescimento das startups no Brasil.

A pesquisa parte da premissa de que a regulamentação de crédito vigente no Brasil tem um impacto significativo no acesso ao financiamento por parte das startups e que as iniciativas de venture capital e private equity no Brasil são influenciadas de maneira significativa pela regulamentação de crédito, afetando o montante e as condições de financiamento disponíveis para as startups. Por fim, startups que conseguem acessar financiamento adequado apresentam maior capacidade de inovação, crescimento e competitividade no mercado. Como também focamos na análise de Fundos de Investimento em Participações (FIP) Semente, examinando como as regulamentações brasileiras de crédito afetam o ecossistema de startups, comparando-as com práticas internacionais.. Abordando-se assim conceitos essenciais de startups, venture capital e private equity, além do histórico de surgimento e adoção desses investimentos no Brasil e no exterior. Assim analisando os desafios e oportunidades na captação de recursos, a estrutura de capital das startups e os impactos dessa estrutura na governança corporativa. Finalmente, a revisão dos dados sobre a performance de venture capital e private equity no Brasil, discutindo diferentes modelos de investimento e suas características. O objetivo é contribuir para o debate sobre a efetividade da regulamentação brasileira de crédito e sua capacidade de fomentar um ecossistema sustentável e financeiramente saudável para startups.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 O CONCEITO DE STARTUPS E A CAPTAÇÃO DE CRÉDITO

Podemos entender uma Startups como empresas com alto fator disruptivo, tendo em seu centro a geração de um produto/serviço que rompem com os padrões do mercado até dado momento, tendo em seu modelo de negócio alta escalabilidade e um forte processo inovador em suas atividades.

Para Ries (2011) uma definição de startups possível, seria a organizações dedicadas à criação de novos produtos ou serviços em meio a condições de extrema incerteza. Segundo Ries, as startups se destacam por sua busca constante por inovação, agilidade e crescimento acelerado. O autor destaca que o principal desafio enfrentado pelas startups é lidar com a incerteza, tanto em relação ao mercado quanto à execução do negócio. Por isso, o processo de criação e desenvolvimento de uma startup deve ser pautado pela experimentação contínua, aprendizado validado e ajustes rápidos e frequentes. Ou seja, para Ries (2011) uma startup é uma organização orientada para a inovação, crescimento rápido e que utiliza métodos de aprendizado validado e experimentação contínua para superar a incerteza e criar negócios de sucesso. Ou seja, aqui é claro a condição de Inovação contínua e exploração de mercado propiciando a Startup uma exposição extra ao risco, dado que além da modelagem tradicional do mercado, essas acabam por terem como condição atrelada a seu sucesso a capacidade inovativa constantes, tendo que, de acordo com Schumpeter (2002), os empreendedores inovadores assumem riscos calculados ao introduzir novas ideias e produtos no mercado. Esses riscos podem estar relacionados ao investimento financeiro, ao fracasso potencial do empreendimento ou à resistência dos consumidores em adotar as inovações propostas.

Desse modo, a necessidade de alta flexibilidade e dinamismo quanto ao status de desenvolvimento/fase em que uma startup encontra-se, define também uma peculiaridade daquele momento quanto à estrutura financeira e de captação de recursos, junto ao caráter inovador com retornos incertos e poucos ativos tangíveis, coloca-se como dificuldades frente a demais modelos de empresas para o obter-se financiamento. Surge assim um ecossistema de altas taxas de juros a empréstimos normais para startups e um alto nível de incerteza que acaba por afastar investidores do mercado financeiro, assim, uma alta diferença entre a

demanda por crédito e a disponibilidade pelo mesmo, um “GAP”, mais especificamente conforme o termo cunhado por Sahlman (1990) “Seed Capital Gap”, referente a lacuna de financiamento enfrentada por startups em estágios iniciais, quando buscam capital semente (seed capital) para financiar suas operações e desenvolvimento inicial.

Nesse contexto, segundo Machado (2019) Startups geralmente criam ideias que requerem grandes quantidades de capital para serem executadas. A maioria dessas empresas não tem fundos suficientes ou prazos para financiar tais negócios. Assim, são obrigados a buscar financiamento externo. As empresas iniciantes enfrentam dificuldades para obter empréstimos bancários porque não têm ativos tangíveis de valor suficiente para servir de garantia. Como resultado, elas são obrigadas a esperar resultados ruins e um futuro incerto.

Keranen (2020) sobre as estratégias para superar o “Seed Capital Gap”, na ótica de fatores internos e externos, as startups acabam por utilizar como maiores fontes de créditos recursos oriundos de programas de financiamento público (programas de apoio governamental, empréstimos especiais para PMEs, etc.) e financiamento privado, como investidores de capital de risco (VCs: Venture Capital e Private Equity) e business angels (Bas). O Autor , identifica que nessa superação ao “Seed capital Gap” programas de apoio governamental e investimento de capital de risco como soluções e a falta de conhecimento em desenvolvimento de negócios, risco e incerteza como as principais causas de tal fenômeno alinhado às condições de dificuldade de financiamento expostas no parágrafo anterior. Com suas diferentes responsabilidades em capital financeiro, monitoramento e controle, e expertise, os VCs fornecem às empresas a competência financeira, orientação estratégica e profissionalização necessárias para superar essas restrições.

2.2 CONCEITOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

Sobre os capitais de riscos obtidos disponíveis às startups: A dinâmica do capital de risco para startups envolve a participação de investidores externos, como empresas de *venture capital* (capital de risco) e *private equity* (capital próprio). Esses investidores fornecem financiamento e apoio estratégico às startups em troca de participação acionária.

O financiamento que as startups recebem de empresas de capital de risco é conhecido como venture capital. Essas empresas de venture capital investem em empresas que têm um grande potencial de crescimento e retorno. Além do capital financeiro, as startups recebem

orientação estratégica, experiência e conexões dos investidores de venture capital para maximizar seu potencial.

O termo "*private equity*", por outro lado, refere-se ao financiamento que empresas de investimento recebem para adquirir participação acionária em empresas, nessa modalidade as Startups acabam por atuar especialmente com recebendo financiamento de um tipo específico de fundo de investimento em participações (FIP) chamado *private equity* da categoria FIP semente é projetado para financiar startups ou empresas em estágio inicial. Esses fundos de *private equity* visam financiar startups promissoras que ainda estão em suas fases iniciais. Os FIPs sementes visam atender às necessidades de financiamento das startups, especialmente aquelas que estão em seus estágios iniciais, quando o acesso a capital pode ser limitado. Investir em empresas que têm muito potencial de crescimento, mas também muito risco é seu foco principal.

Carvalho (2006) exemplifica que existem basicamente quatro partes envolvidas na indústria de Private Equity e Venture Capital (PE/VC): organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras são responsáveis pela gestão de veículos de investimento, também conhecidos como fundos de PE/VC. Os veículos de investimento recebem capital dos investidores, que são a fonte dos recursos comprometidos com investimentos no setor. As empresas investidas (ou empresas do portfólio) usam os recursos desses veículos. A maioria das vezes, o aporte dos veículos nas investidas é feito por meio da aquisição de participação acionária. Além disso, são utilizados outros instrumentos financeiros, como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição, também conhecidos como warrants. Os investimentos em PE/VC são de curto prazo. Os veículos geralmente têm um prazo de validade limitado. Os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores quando o prazo terminar.

2.3 CONTEXTO HISTÓRICO DE SURGIMENTO E ADOÇÃO DOS INVESTIMOS EM PE/VC NO BRASIL E EXTERIOR

Conforme descrito por Gompers e Lerner (2001), o início dos fundos de venture capital remontam de 1946 com a American Research and Development (ARD) sendo a primeira empresa que realmente investiu capital de risco. Esse grupo seletivo investiu em empresas emergentes com base em tecnologias criadas durante a Segunda Guerra Mundial. As

ações da ARD eram negociadas em uma bolsa de valores, como ações individuais, devido à sua estrutura de fundo fechado de capital aberto. O fundo ganhou capital para fazer investimentos vendendo primeiro ações para investidores. Os investidores poderiam vender suas ações em uma bolsa pública, permitindo que outros investidores as adquirissem. Como resultado dessa estrutura, o fundo pode investir em ativos líquidos sem ter que devolver o capital aos investidores em um prazo determinado. Podemos ver esse movimento da ARD como precursor da criação do atual modelo de Venture Capital, já em relação ao Private equity, esse surge a partir do modelo de financiamento por aquisição alavancada (LBO), popular na década de 1980, Nesse modelo, os investidores compravam empresas com capital próprio e dívida, normalmente emprestada por instituições financeiras. O objetivo era reorganizar a empresa, aumentar sua eficiência e, finalmente, vendê-la para obter um lucro substancial. Ao longo da década, com o crescimento do setor de private equity, houve a diversificação do mesmo além dos LBOs com estratégias como capital de crescimento, capital de recuperação e como tratado anteriormente, capital em empresas emergentes com carácter inovador (startups via categoria FIP Semente).

No decorrer da década de 80, o private equity e o venture capital cresceram rapidamente e houve um aumento significativo no número de empresas de venture capital e private equity, bem como um aumento nos montantes de capital levantados. O boom das empresas de tecnologia durante os anos 1990 impulsionou o crescimento do venture capital. Muitos investidores se concentraram em startups de tecnologia emergentes, como as dotcoms, com o objetivo de obter retornos elevados até o período da bolha das dot-coms no início dos anos 2000 diminuiu os investimentos em empresas de tecnologia. Assim, muitas empresas de tecnologia entraram em dificuldades financeiras e faliram após a bolha das dotcoms. Como resultado, os investidores se tornaram mais cautelosos e exigentes, o que resultou em uma queda significativa nos investimentos em startups de tecnologia.

No entanto, o mercado se ajustou e a confiança dos investidores voltou lentamente. A probabilidade de atrair investimentos foi maior para as empresas que sobreviveram à bolha e demonstraram uma base sólida, um modelo de negócios viável e capacidade de geração de receita.

Novamente com a crise de 2008, o mercado de venture capital e private equity foi impactado por uma redução significativa na disponibilidade de crédito e um aumento na aversão ao risco por parte dos investidores. Muitos fundos de investimento reduziram suas

atividades de investimento e adotaram uma postura mais conservadora e ao longo do tempo, houve uma recuperação gradual da confiança dos investidores. Várias iniciativas foram implementadas para estimular o financiamento de startups, como programas governamentais de incentivo, fundos de capital de risco corporativo e parcerias com instituições financeiras. Além disso, as mudanças tecnológicas e a transformação digital impulsionaram a demanda por startups inovadoras, levando a um aumento no interesse e no investimento nesse setor. Investidores começaram a reconhecer o potencial de retornos significativos oferecidos pelas startups em estágio inicial e aos poucos, os investimentos em venture capital e private equity foram retomados, com um foco renovado em empresas com modelos de negócio escaláveis, tecnologias disruptivas e equipes de gestão qualificadas. Os investidores também se tornaram mais atentos aos riscos e adotaram abordagens mais cuidadosas na seleção de empresas para investir.

No Brasil, ao longo das últimas décadas, o crescimento do private equity e do venture capital tem sido notável. Em comparação com mercados mais maduros, como os Estados Unidos e a Europa, o Brasil tem visto um aumento no interesse e na atividade nesses setores, embora ainda em estágios iniciais.

Uma variedade de fatores, incluindo a estabilização da economia, o aumento do mercado de capitais, a consolidação de diferentes setores econômicos e a busca por oportunidades de investimento em empresas com potencial de crescimento e expansão, têm contribuído para o crescimento do mercado de private equity no Brasil.

No Brasil, os investimentos de venture capital se concentram em setores como tecnologia, fintechs, saúde, educação e agronegócio. Isso se deve ao fato de que esses setores apresentam maior potencial de crescimento e inovação. Também as parcerias entre investidores nacionais e internacionais têm contribuído para o aumento do capital disponível para startups brasileiras.

Conforme compilação de dados da KPMG e ABVCAP mostram a condição de evolução do private equity e venture capital no Brasil, bem como as características desses investimentos e a evolução dos mesmos de 2019 a 2023.

Volume e valor total dos investimentos

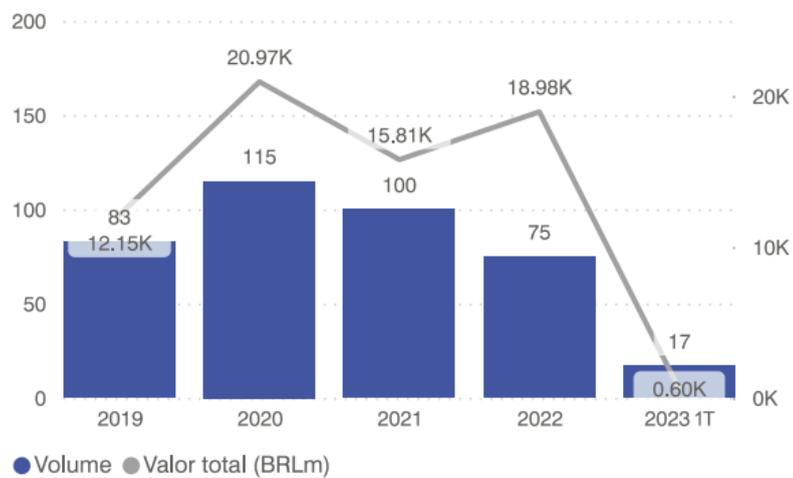


Figura 1: Volume e valor total dos investimentos de Private equity. **Fonte:** KPMG e ABVCAP.

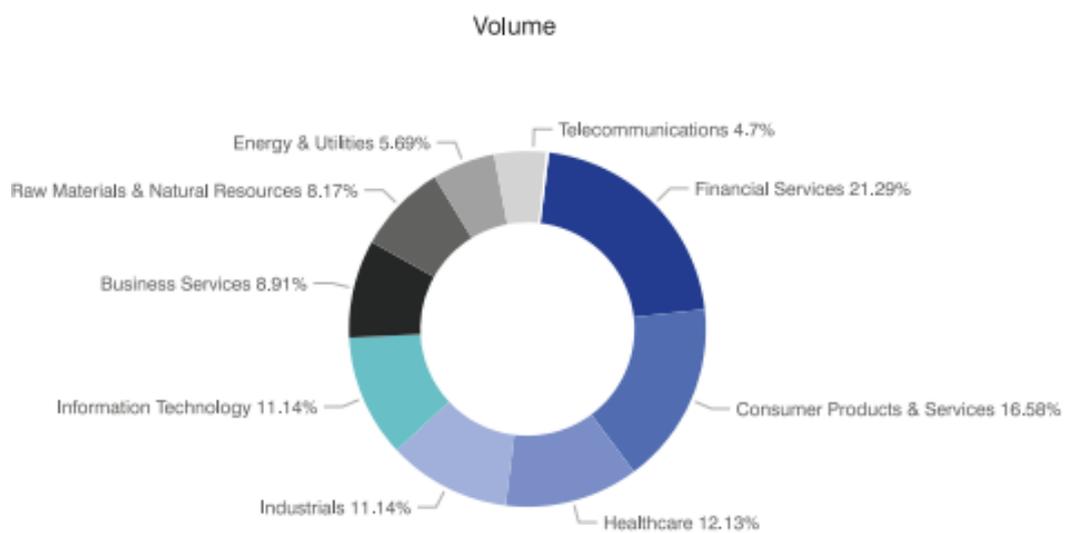


Figura 2: Volume e valor dos investimentos por setor no período 2019 - 2023 1T Por setor de atuação da empresa investida na modalidade Private Equity. **Fonte:** KPMG e ABVCAP

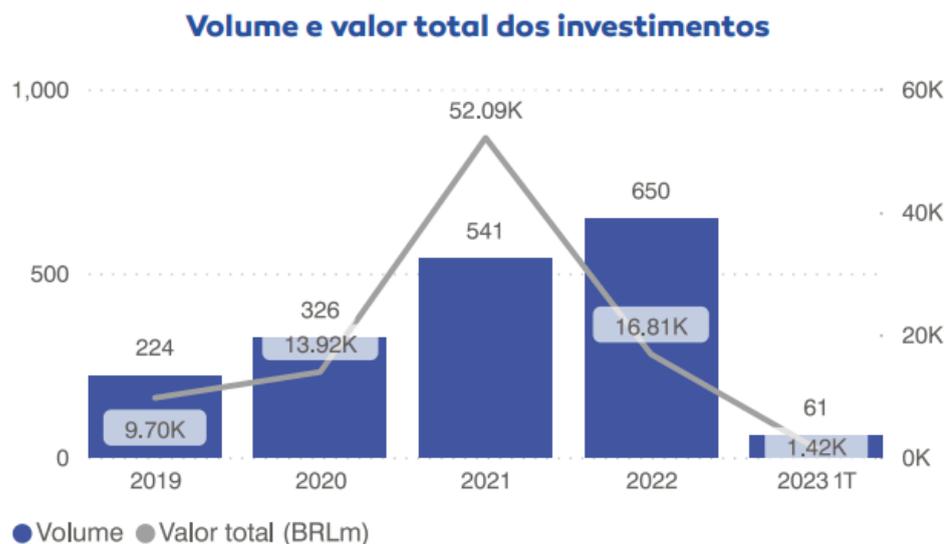


Figura 3: Volume e valor total dos investimentos de Venture Capital. **Fonte:** KPMG e ABVCAP

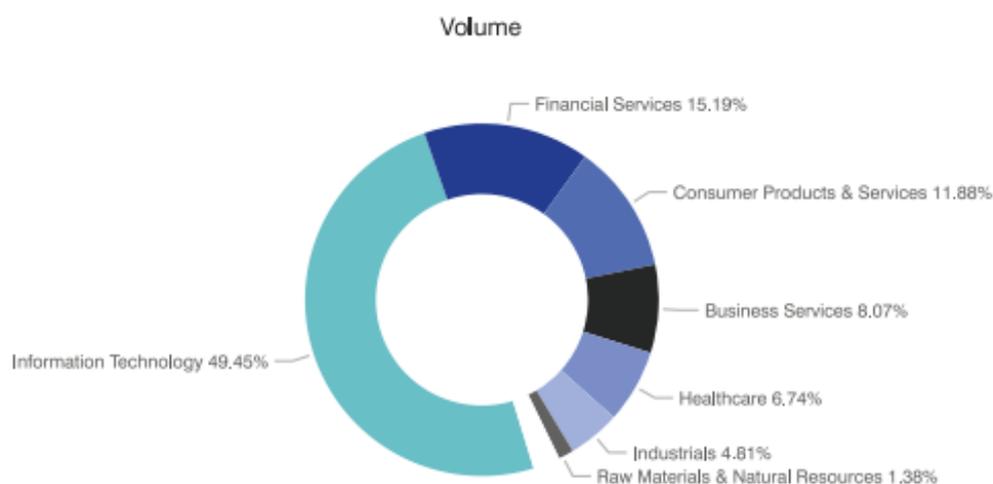


Figura 4: Volume e valor dos investimentos por setor no período 2019 - 2023 1T Por setor de atuação da empresa investida na modalidade Venture Capital. **Fonte:** KPMG e ABVCAP

2.4 O AMBIENTE REGULATÓRIO SOBRE O CAPITAL DE RISCO PARA STARTUPS

A fim de produzir um ambiente que proporcione a expansão e incentivo ao mercado de crédito, é claro alguns mecanismos para fornecer segurança para a efetiva relação de crédito entre credor e devedor de forma justa, regulada e segura. A regulamentação de private equity e venture capital desempenha um papel fundamental na proteção dos investidores, na promoção da transparência e na manutenção da integridade dos mercados financeiros. Essas formas de investimento envolvem a alocação de capital em empresas não listadas publicamente, o que traz riscos e complexidades específicas.

A regulamentação adequada desempenha um papel na promoção do desenvolvimento saudável do setor. Ela estabelece padrões mínimos de qualificação e conduta para os profissionais do setor, incentivando a profissionalização e a excelência na gestão de fundos, fator mais que essencial para que empresas em fase inicial, tal como startups, tenham disponibilidade a crédito.

A regulamentação adequada ajuda a estabelecer regras claras para os participantes do setor, garantindo que eles operem de maneira justa, ética e responsável. Ela estabelece requisitos para a divulgação de informações relevantes, como riscos envolvidos, desempenho passado, estrutura organizacional e políticas de investimento. Isso permite que os investidores tomem decisões informadas e avaliem os riscos e benefícios potenciais antes de investir.

No Brasil, os fundos de private equity e venture capital são regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que estabelece regras e diretrizes para sua operação. A CVM exige o registro dos gestores de fundos e estabelece requisitos de transparência, governança e prestação de contas. Como exemplo da atuação prática dos mecanismos regulatórios, O Artigo publicado pela associação brasileira de private equity e venture capital (ABVCAP, 2018) busca trazer a nova associação brasileira de 2016 promulgada pela Comissão de valores Mobiliários (CVM) as instruções que passam a vigorar sobre os fundos de investimentos em participações (FIPs), ao qual participam as categorias Venture Capital e Private Equity. Nesse artigo podemos sintetizar o novo regimento regulatório como uma composição de garantias dos fundos com terceiros, regulação dos rendimentos aos administradores e seguridade aos investidores:

Por intermédio do regulamento do fundo é que se determina a remuneração do seu administrador, bem como se haverá ou não o pagamento da taxa de performance. As taxas de administração e de performance normalmente são pagas ao administrador do fundo com base em um percentual do patrimônio líquido do fundo, ou da valorização das quotas, conforme o caso. Do montante recebido pelo administrador, parte será deduzida para o pagamento da taxa paga ao gestor da carteira de investimentos, bem como da remuneração dos demais prestadores de serviços, salvo determinação em contrário nos termos do regulamento do fundo. De um modo geral, os seguintes documentos deverão ser apresentados pelo administrador do fundo para que o fundo seja operacional: (i) documento de constituição do fundo, obtido por meio de uma deliberação do administrador do fundo; (ii) o regulamento do fundo; (iii) declaração prestada pelo administrador do fundo sobre a celebração de contrato com o gestor da carteira de investimento e outros prestadores de serviços do fundo; (iv) a divulgação de documentos utilizados para a distribuição de quotas; e, conforme o caso (v) o prospecto; e (vi) o número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ. (ABVCAP, 2018, p. 4).

Nessa condição, é importante ressaltar que as regulamentações podem variar em diferentes jurisdições e estão sujeitas a mudanças ao longo do tempo. Os gestores de fundos devem estar atualizados sobre as exigências regulatórias aplicáveis e buscar o cumprimento adequado das mesmas para operar de acordo com a legislação vigente. Tendo assim a finalidade de busca por ecossistemas saudáveis que possibilitem a expansão do mercado de crédito. Assim, ainda segundo Abvcap (2018) O mercado de capitais do Brasil subiu a um novo patamar de atividade nos últimos anos devido a uma combinação de elementos regulatórios e econômicos. Levando a um aumento substancial das operações de abertura de capital, o que aumentou o número de opções disponíveis para obter fundos. Como resultado, a consolidação do ambiente do mercado de capitais no Brasil contribuiu significativamente para a consolidação das vendas de ações por oferta pública ou em bolsa como opções eficazes de saída de fundos, além da já tradicional venda privada.

Porém, além das condições expostas pela Abvcap (2018) ainda há espaço para melhorias principalmente ao que tange a regulamentação em uma de suas principais críticas sendo a burocracia e complexidade dos processos regulatórios. Alguns argumentam que as exigências regulatórias são excessivas e dificultam a captação de recursos e a operação desses fundos. Isso pode incluir requisitos onerosos de registro, relatórios e divulgação de informações, que podem criar barreiras para a entrada de novos participantes e restringir o desenvolvimento do mercado.

Além disso, há críticas relacionadas à falta de clareza e consistência nas regulamentações. Algumas regras podem ser vagas ou abertas a interpretações, o que pode levar a incertezas e dificuldades de conformidade para os gestores de fundos. Isso pode afetar a confiança dos investidores e limitar o crescimento do setor.

Outra crítica comum é a falta de incentivos fiscais e tributários específicos para o setor de private equity e venture capital. Muitos argumentam que a tributação sobre os rendimentos e ganhos de capital obtidos por esses fundos é elevada, o que reduz o apetite dos investidores e desencoraja o investimento em empresas emergentes e inovadoras.

Também é importante destacar que, como em qualquer setor, a regulamentação pode estar sujeita a mudanças e revisões periódicas. As críticas podem refletir a necessidade de aprimoramento e adaptação das regras para atender às demandas do mercado e promover o desenvolvimento saudável do setor de private equity e venture capital no Brasil.

2.5 CONCEITOS FUNDAMENTAIS A STARTUPS E TOMADAS DE CRÉDITO

2.5.1 O CONCEITO DE STARTUPS A PARTIR DE VISÕES MODERNAS E MODELO ENXUTO.

O conceito de startup pode variar de acordo com a metodologia que estamos tratando, de acordo com a metodologia Lean Startup, Ries (2011), difere um pouco da definição tradicional. Em vez de se concentrar exclusivamente no tamanho ou idade da empresa, o Lean Startup se concentra em uma abordagem específica para criar e gerenciar empresas de forma mais eficiente e inovadora.

De acordo com a metodologia Lean Startup, uma startup é uma organização dedicada a criar algo novo em condições de extrema incerteza. A abordagem Lean Startup propõe a aplicação de princípios científicos e métodos iterativos para o desenvolvimento de produtos e serviços. Aqui estão alguns dos conceitos-chave associados ao Lean Startup:

- MVP (Minimum Viable Product): A ideia é criar um produto mínimo, mas funcional, que permita aos empreendedores testar suas hipóteses e aprender com o feedback do usuário.
- Build-Measure-Learn: O ciclo Build-Measure-Learn é fundamental para o Lean Startup. Ele destaca a importância de construir um produto ou recurso mínimo, medir como os usuários interagem com ele e aprender com os resultados para iterar e melhorar continuamente.
- Validação de Hipóteses: A metodologia Lean Startup enfatiza a importância de validar as hipóteses de negócios o mais rápido possível. Isso envolve testar as suposições subjacentes ao modelo de negócios para garantir que estão alinhadas com as necessidades do mercado.
- Pivotar: Se os resultados e feedback indicarem que a abordagem atual não está funcionando, a Lean Startup encoraja a capacidade de pivotar, ou seja, mudar fundamentalmente a estratégia sem perder tempo e recursos significativos.
- Desperdício Reduzido (Lean Thinking): Inspirado nos princípios do Lean Manufacturing, o Lean Startup busca minimizar o desperdício de recursos, concentrando-se na entrega de valor aos clientes de maneira eficiente.

Outras abordagens que podemos tratar residem em enquadrar a Startups como um modelo de companhia que diretamente relaciona-se com paradigmas fortes de inovação,

crescimento rápido, alto valor em escalabilidade em seu modelo de negócio e geralmente em forte ambiente de incerteza, alinhado a um forte desenvolvimento iterativo. Essas peculiaridades tornam-se o setor de crédito diferenciável a essas companhias, tendo que inicialmente precisamos compreender a condição do capital disponível a estas empresas a fim de compreender suas peculiaridades.

2.5.2 O CONCEITO FINANCEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

O conceito de Private Equity pode variar um pouco dependendo do autor, mas geralmente envolve investimentos em empresas que não são negociadas publicamente na bolsa de valores. Private Equity refere-se à aquisição de participações em empresas não listadas ou à injeção de capital em empresas existentes para promover seu crescimento, reestruturação ou outros objetivos estratégicos.

Um autor renomado que discute Private Equity é Joshua Lerner. Na Obra "Venture Capital and Private Equity: A Casebook", Gompers e Lerner (2001), o conceito de Private Equity seria a participação acionária em empresas privadas, muitas vezes envolvendo a compra total ou parcial da empresa por investidores (*private equity firms*) com o objetivo de, eventualmente, vender a participação para obter um retorno substancial sobre o investimento. Nesse cenário a modalidade às Startups é aplicado a condição de "FIP Semente" cujo refere-se a um Fundo de Investimento em Participações (FIP) com foco em investir em empresas no estágio inicial de desenvolvimento, muitas vezes chamadas de startups. O termo "Semente" indica que esse tipo de FIP é direcionado para investimentos em empresas nas fases iniciais, que geralmente estão buscando financiamento para lançar suas operações, desenvolver seus produtos ou serviços e crescer no mercado.

A estratégia desse tipo de fundo é investir em startups promissoras, proporcionando capital para que possam desenvolver seus negócios. Em troca do investimento, o FIP Semente adquire participações acionárias nas startups, visando obter retorno financeiro quando essas empresas atingirem marcos significativos, como expansão, venda ou abertura de capital.

Ainda Segundo Gompers e Lerner (2001) quando adentramos o conceito de venture capital, ou capital de risco, estamos tratando da alocação de recursos financeiros por investidores (chamados de *venture capitalists*) em empresas emergentes que têm perspectivas promissoras de crescimento e retorno substancial sobre o investimento. Esses investimentos geralmente ocorrem em estágios iniciais, quando as empresas estão desenvolvendo produtos,

construindo suas equipes e tentando ganhar espaço no mercado. Assim o Venture capital vai além de uma captação de capital financeiro, onde os investidores muitas vezes desempenham um papel ativo no aconselhamento estratégico e na gestão das empresas investidas. O objetivo é ajudar as startups a alcançarem marcos importantes, como a expansão do negócio, a entrada no mercado ou a eventual venda ou abertura de capital.

Portanto, o conceito de venture capital, conforme discutido, tem destaque com o papel fundamental desse tipo de financiamento no apoio ao desenvolvimento de empresas inovadoras, especialmente aquelas que enfrentam desafios para obter financiamento por meio de fontes tradicionais.

2.5.3 A RELAÇÃO DE CRÉDITO, CRESCIMENTO E A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS STARTUPS

Startups frequentemente optam por buscar investimentos de fontes de *venture capital* (VC) ou *private equity* (PE) em vez de recorrerem a empréstimos tradicionais, devido às características específicas que definem essas empresas e às vantagens oferecidas por essas formas de financiamento. O ambiente de risco e retorno elevado em que muitas startups operam torna os investidores de VC e PE mais adequados para assumir esse tipo de risco em comparação com instituições financeiras tradicionais. Além disso, startups estão frequentemente envolvidas em inovações e disrupturas, tornando o capital de risco mais propenso a apoiar ideias inovadoras, mesmo em estágios iniciais onde o sucesso não é garantido. Além do capital financeiro, investidores de VC e PE oferecem apoio estratégico valioso, incluindo orientação e conexões, contribuindo para o desenvolvimento e crescimento da startup. O horizonte de investimento de longo prazo desses investidores proporciona às startups a flexibilidade necessária para focar no crescimento sem a pressão imediata de reembolso associada a empréstimos tradicionais. A avaliação de riscos e oportunidades realizada por investidores de VC e PE é holística, considerando não apenas aspectos financeiros, mas também o potencial de crescimento e inovação. As peculiaridades das startups incluem a necessidade de financiamento para atividades como pesquisa e desenvolvimento, marketing, contratação de talentos, e expansão de mercado, sendo o modelo de investimento de VC ou PE mais alinhado ao estágio inicial dessas empresas e à busca por crescimento acelerado. O objetivo final é impulsionar a startup para uma posição de liderança no mercado. Segundo Colombo et al (2021):

Assume-se que a dívida bancária é uma fonte inadequada de financiamento, principalmente para as empresas empreendedoras e inovadoras, uma vez que essas empresas não geram fluxo de caixa suficiente para honrar com esse tipo de compromisso e não possuem ativos tangíveis para serem dados como garantia (Vanacker & Manigart, 2010 p. 54). Estes estudos contrariam a teoria do pecking order, demonstrando uma preferência invertida a respeito do financiamento das empresas de base tecnológica e com alto nível de ativos intangíveis como ocorrem nas startups. Normalmente, empresas mais jovens e mais opacas confiam no investimento inicial interno, como fundos fornecidos pela equipe da startup (família, amigos), no crédito comercial e nos investimentos anjos. Conforme essas empresas crescem, elas obtêm acesso aos financiamentos intermediados como capitais de risco (equity) e dívidas bancárias (debt). O financiamento por meio de insiders é comum no estágio inicial das empresas empreendedoras, quando o conceito do produto ou serviço ainda está sendo desenvolvido e os ativos da empresa são intangíveis. (Colombo et al, 2021, p. 5).

Ou seja, estamos de frente a uma incerteza que vai além da condição de qualidade do mercado e variações do cenário econômico doméstico e internacional na validação e consolidação da captação de recursos, às Startups muitas vezes encontram-se em fases de validação ou até definição de seu produto, tendo campos em aberto com relação a validação de interesse de mercado, possibilidade e barreiras desse mercado, até mesmo condição de diferenciação e competição com os player existentes desse mercado (quando não tratam com condições de criação de um mercado). Assim, estamos tratando com uma modalidade de empresas cujas peculiaridades vão além de relações setoriais para definição de seu cenário de crédito, bem como suas peculiaridades de gestão atrelado ao investimento no caso do Venture Capital, bem como sua própria segmentação entre os fundos de capital privado.

Assim, adentrando a condição da Estrutura de Capital das Startups, além dos conceitos de “*Pecking order*” e “*Trade-off*”, sendo respectivamente: “*pecking order*” a ser interpretada como a hierarquia de preferências de financiamento de uma empresa, indicando a preferência por fontes internas de financiamento sobre dívidas externas. Por outro lado, “*trade-off*” refere-se à constante avaliação e equilíbrio entre risco e retorno ao tomar decisões de investimento, evidenciando que a busca por maior retorno muitas vezes implica em aceitar níveis mais elevados de risco, podemos entender a recorrência do uso de VC e PV como uma conjunção de efeitos desempenhos que visam ultrapassar a dificuldade que Startups tem em seus estágios iniciais com às peculiaridades mencionadas acima de aquisição de capital, tendo que devido à falta de histórico financeiro e de ativos tangíveis que possam servir como garantia, onde investidores muitas vezes buscam evidências de viabilidade e potencial de crescimento antes de se comprometerem financeiramente. Além disso, a incerteza inerente ao

sucesso de uma startup torna os investidores mais cautelosos, levando a uma competição acirrada por recursos limitados. A falta de credibilidade e a necessidade de provar a proposta de valor também são desafios. É nesse cenário onde o Private Equity (PE) e o Venture Capital (VC) desempenham papéis fundamentais no ecossistema de startups, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento. As startups frequentemente enfrentam desafios significativos para garantir financiamento, especialmente quando não são lucrativas. Nesse cenário, o PE e o VC preenchem essa lacuna ao oferecerem capital de risco, permitindo que as empresas inovadoras alcancem seu potencial de crescimento. Além do financiamento, os investidores de PE e VC trazem consigo vasta experiência e conhecimento de mercado, desempenhando um papel ativo no aconselhamento estratégico. Essa orientação vai além do aspecto financeiro, envolvendo o apoio às startups em desafios específicos e na maximização de oportunidades. O horizonte de investimento de longo prazo desses investidores proporciona às startups a flexibilidade necessária para focar em estratégias de crescimento sustentável, mesmo em estágios onde a lucratividade imediata pode não ser alcançada. Além disso, o acesso a redes, parcerias e conhecimento setorial específico oferecido por investidores de PE e VC contribui significativamente para o sucesso das startups, impulsionando o desenvolvimento econômico e promovendo a inovação no mercado.

Porém mesmo dentro dessas condições hoje o cenário de captação de crédito de Startups envolve majoritariamente segundo Colombo et al (2021) :

Os resultados de Berger e Udell (1998) mostram que as maiores fontes de financiamento das startups são do proprietário principal, bancos comerciais e crédito comercial, independentemente do tamanho da empresa ou idade. Nota-se que 44,53% das empresas com menos de 20 funcionários e menos de um milhão de dólares em receitas são financiadas por meio do capital do proprietário, 14,88% por bancos comerciais e 11,81% por crédito comercial. Empresas com até 2 anos possuem 19,61% dos financiamentos por responsabilidade do proprietário, 15,66% por meio de bancos comerciais e 13,4% via crédito comercial.

Assim, além da relação de tempo como fator de “Estabilidade” a startups, a qual modo a regulamentação relaciona-se com a estrutura de capital das empresas e especialmente do ecossistema brasileiro de startups?

3 A ESTRUTURA DE CAPITAL DE STARTUPS

3.1 A ESTRUTURA DE CAPITAL, DÍVIDA Vs. CAPITAL PRÓPRIO

A estrutura de capital, especificamente a decisão entre dívida e capital próprio, é uma questão central na administração financeira das empresas. A proposição I de Modigliani e Miller (1958), como citado por Colombo et al. (2021), é um marco nos estudos de administração financeira moderna. Essa proposição afirma que, em condições ideais, o valor de uma empresa alavancada é equivalente ao valor de uma empresa não alavancada. Em outras palavras, o modo de financiamento não impacta o valor total da empresa.

No entanto, a proposição II de Modigliani e Miller destaca uma consideração importante: o custo de capital total de uma empresa é determinado pelo custo de capital da empresa sem dívida, acrescido de um prêmio pelo risco financeiro. Isso implica que o retorno esperado sobre o capital próprio está positivamente relacionado com o nível de alavancagem da empresa. Aumentar a alavancagem, ou seja, recorrer à dívida, pode potencialmente aumentar os retornos para os acionistas.

Desse modo, como podemos analisar a condição de capital dentro das Startups Brasileiras? De que modo a definição de dívida é interpretada e incorporada em seu funcionamento tendo em vista diferentes barreiras e desafios a serem desenvolvidas mais à frente? Analisar a condição de capital dentro das startups brasileiras envolve uma compreensão profunda das características únicas desse ecossistema, considerando os desafios específicos enfrentados por essas empresas em seu desenvolvimento. A incorporação da definição de dívida no funcionamento das startups pode ser influenciada por uma série de fatores, incluindo as barreiras que essas empresas enfrentam em termos de acesso ao financiamento e os desafios inerentes ao ambiente empreendedor brasileiro.

Diversos fatores influenciam a estrutura de capital das startups, incluindo características específicas da indústria, o estágio de crescimento e a disponibilidade de fontes de financiamento. Imperfeições no mercado de capitais, especialmente para empresas sem histórico financeiro substancial, podem levar as startups a dependerem mais de capital próprio do que de empréstimos tradicionais.

Em setores de alta tecnologia, comuns em startups, investimentos significativos em pesquisa e desenvolvimento são necessários. Portanto, o financiamento por capital próprio

torna-se crucial para sustentar atividades inovadoras, alinhando-se com a natureza de longo prazo desses investimentos..

A sensibilidade ao fluxo de caixa é um fator crucial, dada a natureza volátil e incerta das startups. A escolha entre capital próprio e endividamento é influenciada pelas necessidades de flexibilidade em face da incerteza operacional. Considerações tributárias também desempenham um papel importante na estrutura de capital, com startups avaliando as implicações fiscais para otimizar suas escolhas. Programas governamentais de venture capital podem fornecer financiamento adicional, promovendo a inovação e o desenvolvimento econômico. A experiência da equipe fundadora, a seleção e financiamento multifásicos, bem como as implicações no nível da empresa do investimento em estágios iniciais, moldam a estratégia e operações da startup. Suporte financeiro substancial é crucial para empresas de crescimento rápido que buscam sustentar seu ritmo de expansão.

Em síntese, a análise da condição de capital nas startups brasileiras é complexa e multifacetada, demandando uma compreensão aprofundada do ecossistema empreendedor único no país. A definição de dívida é incorporada no funcionamento dessas startups considerando diversas barreiras e desafios enfrentados, destacando-se a dependência de capital próprio devido a imperfeições no mercado de capitais. Em setores de alta tecnologia, como é comum em startups, o financiamento por capital próprio assume um papel crucial para sustentar atividades inovadoras, especialmente diante de necessidades significativas de investimentos em pesquisa e desenvolvimento. A sensibilidade ao fluxo de caixa, a flexibilidade operacional diante da incerteza e considerações tributárias são fatores fundamentais na escolha entre capital próprio e endividamento.

3.2 DESAFIOS E OPORTUNIDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Quando falamos no âmbito dos desafios e oportunidades da composição do capital de risco na estrutura das Startups, investidores desempenham um papel crucial no enriquecimento das startups, oferecendo sua expertise, redes de contatos e recursos financeiros. Esses investidores geralmente assumem uma postura ativa na gestão e nas decisões estratégicas das startups, contribuindo para o seu desenvolvimento. No entanto, a ocorrência de conflitos de interesse é uma possibilidade, especialmente durante eventos como aquisições ou ofertas públicas iniciais (IPOs).

Na fase inicial, a capitalização própria das startups assume características distintas, destacando práticas como *bootstrapping* e *love money*, envolvendo familiares, amigos e contatos próximos. O *bootstrapping*, representando a autossuficiência financeira, ilustra a capacidade dos empreendedores de impulsionar o negócio com recursos próprios, evidenciando um comprometimento financeiro pessoal nesse estágio inicial.

O *love money*, conforme definido por OIOLI (2020), representa a primeira fonte externa de recursos, proveniente de familiares e amigos dos fundadores. Essa abordagem é fundamentada na confiança, visto que o círculo próximo dos empreendedores, por conhecer as relações pessoais, tende a flexibilizar os controles e fornecer apoio financeiro, mesmo diante da alta incerteza associada aos investimentos em startups.

Por outro lado, o endividamento bancário reflete um estágio mais avançado de maturidade do negócio, demandando informações financeiras sólidas e previsibilidade de receita para acessar linhas de crédito. Essa opção de capitalização está condicionada ao entendimento do sistema financeiro sobre o risco envolvido, requerendo negócios com maior previsibilidade e estruturas capazes de mitigar riscos.

Ao abordar os desafios enfrentados pelas startups, a assimetria informacional emerge como uma questão relevante. Akerlof (1970) destaca a dificuldade de diferenciar produtos de qualidade em um mercado com informações limitadas, sendo esse um desafio inerente ao mundo dos negócios e uma das características mais importantes da incerteza. Na realidade das startups, a assimetria informacional incide na revelação limitada de informações pelos gestores aos investidores, representando um desafio inicial.

Diversos fatores, como assimetria informacional, custos de transação, custos de agência, incerteza, tamanho e outros, exercem influência na estrutura de capital das startups. Esses fatores desempenham um papel crucial na estratégia de financiamento adotada pelas empresas, determinando a origem dos investimentos, se internos ou externos, se por meio de dívidas ou ações. No contexto das startups, características como porte, risco, crescimento em vendas e estoques orientam a estrutura de capital, ressaltando a sensibilidade desses pontos cruciais para o sucesso dessas empresas.

Os custos de transação também são fundamentais na tomada de decisões sobre o financiamento das startups. Empresas de pequeno porte enfrentam custos elevados para emitir ações ou instrumentos de dívida de longo prazo, optando muitas vezes por empréstimos de curto prazo. Considerando que os custos de transação são mais altos em empresas startups,

esses custos influenciam diretamente a estratégia de estrutura de capital adotada pelo empreendedor.

Em resumo, a estratégia *debt-equity*, especialmente no contexto do bootstrapping, impacta significativamente a realidade das startups, tornando evidente a interconexão entre os desafios enfrentados, as escolhas de financiamento e a estrutura de capital dessas empresas em estágios iniciais.

3.3 IMPACTOS DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA GOVERNANÇA

Além dos problemas relacionados a estrutura da Startup, é evidente a condição de “problemas de governança” enfrentados por essas empresas em seu estado inicial, nesse cenário, a estrutura de capital de uma empresa tem implicações significativas na governança corporativa, permeando diversos aspectos da gestão e supervisão organizacional. A escolha entre dívida e capital próprio é um elemento crucial que influencia a dinâmica de poder e as relações entre diferentes partes interessadas. O uso extensivo de dívida pode aumentar a pressão sobre a empresa para cumprir obrigações financeiras, levando a uma governança mais centrada na gestão eficiente dos recursos e no alcance de metas financeiras.

A distribuição de poder e controle dentro da estrutura de capital desempenha um papel essencial na determinação da governança. Empresas com uma alta participação de acionistas externos podem adotar práticas mais rigorosas de governança, com maior transparência e prestação de contas. A necessidade de atender às expectativas dos investidores externos pode resultar em uma supervisão mais intensa sobre as operações da empresa, visando a proteção dos interesses dos acionistas.

A busca por financiamento, seja por meio de empréstimos ou investimentos externos, tem implicações diretas na governança. Empresas que optam por levantar capital por meio de investidores externos muitas vezes enfrentam uma pressão maior para cumprir metas específicas de crescimento e desempenho. Isso pode moldar a estratégia da empresa, direcionando-a para objetivos de curto ou longo prazo, dependendo das expectativas dos financiadores.

A estrutura de capital também influencia a dinâmica de riscos e responsabilidades. Empresas que dependem fortemente de empréstimos podem enfrentar riscos financeiros consideráveis, enquanto aquelas com maior participação acionária podem compartilhar os riscos e benefícios com os investidores. Isso afeta a governança ao determinar como as

decisões estratégicas são tomadas e como os resultados são distribuídos entre as partes interessadas.

As palavras-chave mencionadas, como "transparência", "prestação de contas" e "distribuição de poder", são fundamentais na análise da governança corporativa. A transparência refere-se à clareza e visibilidade das operações e decisões da empresa, sendo essencial para construir confiança entre acionistas e outros *stakeholders*. A prestação de contas diz respeito à responsabilidade da empresa em relatar suas ações e resultados, garantindo que seja responsabilizada por suas práticas. A distribuição de poder refere-se à alocação de autoridade e influência dentro da organização, determinando como as decisões são tomadas e quem detém a supervisão sobre as operações.

Entre essa decisão financeira e os desafios de governança enfrentados por essas empresas em seus estágios iniciais. A escolha entre dívida e capital próprio emerge como um fator determinante na dinâmica de poder e nas relações com *stakeholders*. O predomínio da dívida pode intensificar a pressão por eficiência na gestão de recursos, orientando a governança para metas financeiras específicas. A distribuição de poder, influenciada pela participação de acionistas externos, configura práticas mais rigorosas de governança, marcadas por transparência e prestação de contas. A busca por financiamento externo impõe pressões adicionais, moldando estratégias e direcionamentos da empresa de acordo com as expectativas dos financiadores. A dinâmica de riscos e responsabilidades também é moldada pela estrutura de capital, afetando as decisões estratégicas e a distribuição de resultados. As palavras-chave, como "transparência", "prestação de contas" e "distribuição de poder", surgem como elementos cruciais na construção de uma governança corporativa sólida, delineando os contornos pelos quais as startups navegam em sua jornada inicial.

4 O MERCADO DE CRÉDITO E BRASILEIRO

4.1 DIFERENTES MODELOS DE INVESTIMENTO E SUAS UTILIZAÇÕES/CARACTERÍSTICAS FORA VC E PE

Quando análises oportunidades de captação de crédito além de Venture Capital e Private Equity, a ABSTARTUPS (Associação Brasileira de Startups), O ambiente de

investimento em startups oferece uma ampla variedade de abordagens, cada uma desempenhando um papel único ao longo do ciclo de vida dessas empresas inovadoras.

Os Investidores Anjos, indivíduos experientes muitas vezes com histórico empreendedor ou executivo, não são apenas fontes de financiamento nos estágios iniciais. Além do capital, eles compartilham valiosa experiência e conexões, oferecendo orientação estratégica e mentoring prático aos empreendedores. Os Programas de Aceleração proporcionam um ambiente estruturado para startups desenvolverem habilidades e acelerarem o crescimento. Ao fornecer mentoria intensiva, treinamento e acesso a redes de contatos, esses programas não apenas financiam, mas também fornecem exposição a especialistas do setor, contribuindo significativamente para o desenvolvimento das startups.

A modalidade FFF (*Family, Friends and Fools*) representa uma fonte inicial e informal de financiamento, com amigos, familiares e contatos próximos contribuindo para apoiar a visão empreendedora. Apesar de sua natureza menos estruturada, essa modalidade é frequentemente crucial nos estágios iniciais, quando as startups têm dificuldades em atrair capital externo devido à falta de histórico financeiro e ativos tangíveis.

O Fomento Público desempenha um papel crucial na criação de um ambiente favorável para startups. Por meio de subsídios, empréstimos a juros baixos ou programas específicos de incentivo governamental, o fomento público destaca o compromisso do governo em estimular a inovação e promover o desenvolvimento econômico através do suporte financeiro a empresas emergentes.

À medida que as startups avançam, a Série A torna-se relevante, representando a busca por investimentos mais substanciais. Fundos de Venture Capital (VC) lideram essa modalidade, fornecendo capital significativo em troca de participação acionária e desempenhando um papel vital no impulsionamento do crescimento e expansão das startups.

Finalmente, o Crowdfunding oferece uma abordagem inovadora, permitindo que uma comunidade mais ampla contribua financeiramente para uma startup. Seja por meio de plataformas de recompensas ou investimento de capital, o crowdfunding democratiza o acesso ao financiamento, envolvendo a comunidade no sucesso da startup.

Essas modalidades formam coletivamente um ecossistema dinâmico que atende às diversas necessidades das startups em seu desenvolvimento. A diversidade de opções permite que empreendedores escolham estrategicamente fontes de financiamento alinhadas às

características e estágios específicos de suas empresas, promovendo a inovação e o crescimento sustentável.



Figura 5: Composição do Top 10 tipos de investimentos em Startup 2023. **Fonte:** ABSTARTUPS (2023).

O alto percentual de startups brasileiras (49,88%) que preferem captar recursos por meio de investimento-anjo reflete uma tendência marcante no ecossistema empreendedor do país. Essa preferência pode ser atribuída à busca não apenas por capital, mas também por "smart money", que representa um investimento que vai além do aporte financeiro, oferecendo conhecimento, experiência e uma rede de contatos valiosa. O investidor-anjo muitas vezes desempenha o papel de mentor, proporcionando orientação estratégica crucial para startups em estágios iniciais.

A pesquisa conduzida pela Associação Brasileira de Startups (Abstartups) e a associação BR Angels destaca que apenas 19,71% das startups optam por grandes fundos de venture capital. Isso sugere que, apesar do potencial desses fundos para fornecer capital substancial, as startups valorizam a proximidade e a expertise oferecidas pelos investidores-anjo.

A eficiência na regulamentação pode desempenhar um papel fundamental no avanço das modalidades de venture capital e private equity no cenário das startups. Uma regulamentação clara e eficaz pode proporcionar segurança jurídica para investidores e

empreendedores, reduzindo incertezas e facilitando a condução de negócios. Isso pode servir como um incentivo significativo para que mais startups considerem a opção de buscar investimentos de grandes fundos de venture capital e private equity.

A transparência regulatória pode atrair investidores institucionais, como fundos de venture capital e private equity, ao oferecer um ambiente mais previsível e favorável aos negócios. Esses investidores, muitas vezes com recursos substanciais, têm o potencial de impulsionar o crescimento e a expansão das startups em estágios mais avançados.

4.2 PERFORMANCE DE VC E PE NO BRASIL FRENTE A DEMAIS MODALIDADES

Tratando diretamente do desenvolvimento acerca de Venture capital e Private Equity fip semente, segundo relatório de 2023 da Abvcap, Ao longo do extenso período entre 1994 e 2022, os setores de PE e VC no Brasil destacaram-se como escolhas de investimento notavelmente sólidas e lucrativas. Os indicadores-chave, como a Taxa Interna de Retorno (IRR), pintam um quadro impressionante de sucesso para ambos. Com médias de 10,7% para PE e 15,6% para VC, essas taxas consistentemente superaram os índices do mercado, incluindo o IBOVESPA, CDI e MSCI Emerging Markets (EM).

O fato de mais da metade dos fundos, com 10 anos ou mais, terem distribuído o capital investido com lucro - 57% para PE e 62% para VC - destaca a robustez dessas modalidades de investimento. Essa performance sólida é ainda mais notável quando consideramos a volatilidade inerente à economia brasileira. Mesmo em meio a desafios econômicos, os fundos de PE e VC conseguiram manter resultados positivos consistentes em Real Brasileiro (BRL).

O Venture Capital, em particular, mostrou uma notável resistência à desvalorização do Real, com uma média de IRR em USD de 11,3%. O Índice de Distribuição (DPI) para fundos de VC com 10 anos ou mais, atingindo uma média de 2,1, destaca a eficácia desses fundos na geração de retornos tangíveis para os investidores.

Apesar de a indústria de PE ter enfrentado desafios adicionais devido à desvalorização da moeda, os fundos de PE do quartil superior mantiveram uma resiliência impressionante. Apesar de uma ligeira diminuição em comparação com relatórios anteriores, esses fundos de alto desempenho continuaram a apresentar retornos positivos consistentes em diversas safras.

Desde 2014, sua Taxa Interna de Retorno superou expressivamente os 16,8%, indicando uma notável capacidade de enfrentar desafios cambiais e econômicos.

Esses indicadores refletem não apenas a solidez das estratégias de PE e VC, mas também sua importância como motores de crescimento econômico e inovação no contexto brasileiro.

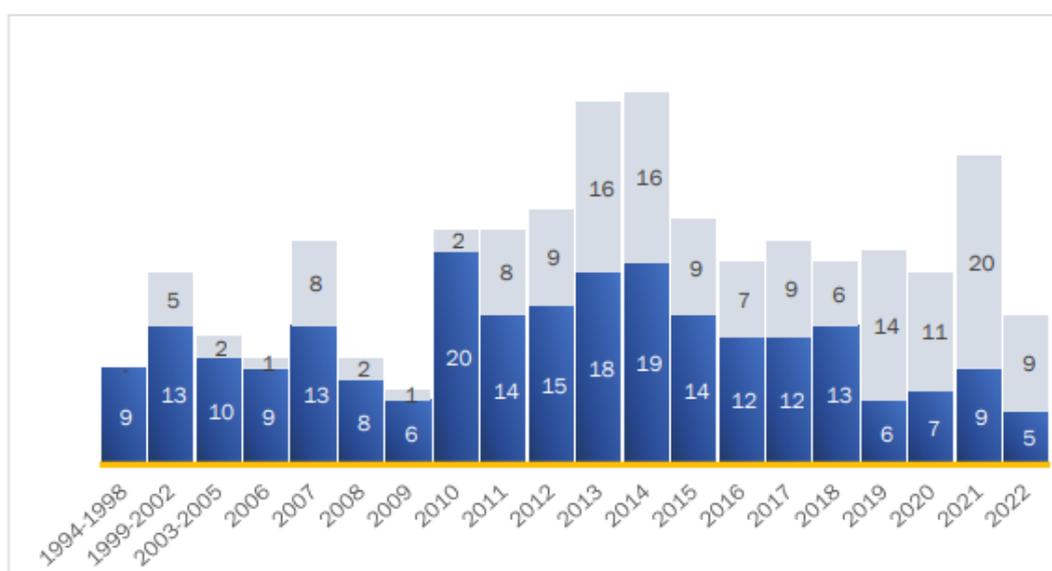


Figura 6: Número de Fundos de Private Equity e Venture Capital levantados por safra (ou ano de lançamento).
Fonte: ABVCAP (2023).

Analisando a imagem 2, podemos rever a condição de capital alocado em fundos “Vintage” em fundos, Tendo que “vintages”, refere-se aos diferentes anos nos quais um fundo foi lançado ou levantou capital. Cada ano de lançamento de um fundo de investimento é considerado uma “safra” ou “vintage”. Essa classificação é crucial para analisar o desempenho do fundo ao longo do tempo, permitindo comparar diferentes períodos e entender como as condições econômicas, regulatórias e de mercado podem ter afetado seus resultados.

Os “vintages” são usados para agrupar os fundos e analisar seu desempenho coletivo durante um determinado período. Isso é especialmente relevante em setores como Private Equity (PE) e Venture Capital (VC), onde os investimentos têm horizontes de tempo mais longos e são realizados ao longo de várias rodadas.

Nesse cenário é importante analisar o Corporate Venture Capital, ou seja, a condição direta de disponibilidade de capital das empresas para com Startups como uma visão essencial do desempenho de VC e PE. Nesse contexto, com base no relatório de Corporate Venture Capital (CVC) da Abvcap 2022, é evidente que a concentração principal dos investimentos

nessa modalidade no Brasil permanece nos estágios iniciais, com 76,5% direcionados para Seed e 88,2% para Early Stage. Essa tendência se mantém consistente em comparação com os resultados do ano anterior. Ao contrastar esses dados com as iniciativas globais analisadas pela GCV, observa-se uma semelhança marcante, uma vez que também há uma ênfase expressiva em Early Stage (96%) e Seed (53%) nas iniciativas globais. No entanto, é notável um interesse significativo no estágio de crescimento/série C (51%) nas iniciativas globais, enquanto no cenário brasileiro há um baixo foco nos estágios de Growth e Late Stage.

A análise das preferências dos Corporate Venture Capitals (CVCs) brasileiros quanto à tese de investimento destaca que a maioria (82,4%) busca investimentos alinhados com a estratégia de seus programas de Corporate Venture Capital. Em segundo lugar, 55,9% dos CVCs buscam investimentos relacionados a temáticas específicas, enquanto 41,2% alinham seus investimentos de acordo com as preferências da empresa matriz. Além disso, algumas empresas mencionaram a busca por investimentos de acordo com as orientações do comitê de investimentos como outra opção.

Esses insights coletivos ressaltam não apenas a solidez das estratégias de PE e VC no cenário brasileiro, mas também a sua relevância como impulsionadores do crescimento econômico e inovação. O compromisso consistente com retornos positivos e a adaptação às condições variáveis do mercado fortalecem a posição dessas modalidades como pilares fundamentais do ecossistema de investimentos no Brasil..

5 REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO NO BRASIL

5.1 FUNCIONAMENTO DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIROS

No Brasil, quando falamos de mercado de capitais, a regulação é conduzida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Economia. A CVM é responsável por supervisionar e regulamentar o mercado de capitais, emitindo instruções que orientam o funcionamento de diversos tipos de investimentos, incluindo os fundos de Private Equity (PE) e Venture Capital (VC).

Nesse cenário, a CVM emitiu por meio de suas instruções normativas aos quais os fundos devem responder e desenvolver a fim de fornecer segurança e transparência quanto ao funcionamento, respaldo e desenvolvimento ao mercado de capitais e neles, dos fundos de

investimento onde localizam-se às modalidades VC e PE. Entre as instruções emitidas pela CVM, algumas se destacam pela relevância para tais fundos. Anteriormente, as principais normativas eram a Instrução CVM 409/04, que regulava os fundos de investimento de forma ampla, e a Instrução CVM 391/03, que tratava especificamente dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), estruturas comumente utilizadas para investimentos de PE.

No entanto, a Instrução CVM 409/04 foi substituída pela Instrução CVM 555/14, em vigor desde 1º de outubro de 2015. Essa nova instrução trouxe atualizações significativas para o mercado de capitais brasileiro, introduzindo mudanças importantes para os fundos de investimento

As mudanças trazidas pela Instrução CVM 555/14 abordaram aspectos como classificação dos fundos, transparência, gestão e administração, limites de concentração e diversificação, taxas de administração e performance, além de definir critérios para investidores qualificados e profissionais.

No processo de evolução regulatória, algumas instruções anteriores foram revogadas para dar lugar a normativas mais atualizadas e alinhadas com as necessidades do mercado. Por exemplo, a Instrução CVM 391/03, que regulava os FIPs, foi revogada pela Instrução CVM 540, que introduziu alterações importantes nas regras para investimentos desses fundos em companhias listadas em segmentos especiais de negociação. Sendo essas companhias listadas em segmentos especiais de negociação empresas cujas ações estão listadas em bolsas de valores em segmentos diferenciados, que geralmente possuem critérios específicos de listagem e requisitos mais rigorosos de governança corporativa em comparação com os segmentos tradicionais de negociação. Esses segmentos especiais são criados pelas bolsas de valores com o objetivo de atrair empresas de alta qualidade, com bom potencial de crescimento e governança sólida, proporcionando aos investidores maior confiança e transparência. Geralmente, as empresas listadas nesses segmentos são submetidas a critérios mais rígidos de listagem, como níveis mais elevados de capitalização de mercado, liquidez das ações, histórico de resultados financeiros e governança corporativa (como exemplo podemos mencionar companhias como: Airbnb, SpaceX e Stripe).

Tal movimento de revogação de instruções, revisão e remanejamento em novas instruções, geralmente ocorre para atualizar as normas, corrigir lacunas ou inadequações, e garantir que a regulamentação esteja alinhada com as melhores práticas e as mudanças no mercado financeiro. O foco ocorre em recorrer com base em problemáticas passadas ou

atualizações do cenário de mercado, fornecendo um ambiente mais congruente com o desenvolvimento atual do mercado brasileiro, sendo nesse cenário onde tratamos acerca de uma “Evolução do cenário regulamentatório brasileiro”.

Além disso, é importante mencionar outras normativas relevantes da CVM que contribuíram para a regulação dos fundos de investimento no Brasil. Um exemplo é a Instrução CVM 306/99, que tratava da administração de carteira de valores mobiliários. Embora tenha desempenhado um papel importante em seu tempo, esta instrução foi revogada pela Instrução CVM 558/2015 e, posteriormente, pela Resolução CVM 21/2021. Novamente, essas revogações refletem a dinâmica do mercado financeiro e a necessidade constante de atualização das normas regulatórias para acompanhar as mudanças e corrigir possíveis lacunas ou inadequações. Sendo assim, de acordo com a fundação de um cenário de Desenvolvimento de empresas bem como qualidade no mercado de capitais, tais instruções são constantemente revisadas ainda de acordo com modelos novos de fundos e empresas, em caso específico das Startups.

5.2 REGULAÇÃO ESPECÍFICA PARA VC E PE

No contexto brasileiro, os fundos de investimento em participações (FIPs) e os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE) desempenham um papel crucial como veículos de investimento em Private Equity (PE) e Venture Capital (VC). A regulamentação desses fundos é estabelecida por instruções específicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que buscam fornecer um arcabouço jurídico sólido e claro para a operação dessas modalidades de investimento.

A Instrução CVM 391/03 é responsável por regular os FIPs, os quais são estruturados sob a forma de condomínio fechado e têm como objetivo principal investir em companhias com potencial de crescimento expressivo. Anteriormente, essa instrução exigia que os FIPs participassem ativamente do processo decisório das empresas investigadas, influenciando diretamente suas políticas estratégicas e gestão. No entanto, a Instrução CVM 540 promoveu ajustes nesse sentido, flexibilizando as regras para investimentos em companhias do mercado de acesso, o que permitiu uma maior diversificação e abrangência dos investimentos realizados por esses fundos.

Já os FMIEE são regulados pela Instrução CVM 209/94, que estabelecia critérios específicos para a definição de empresas emergentes e os critérios de investimento desses

fundos. Seu propósito é incentivar o investimento em startups e empresas em estágio inicial, visando promover o desenvolvimento do mercado de capitais e fomentar a inovação. No entanto, a Instrução CVM 209/94 foi revogada posteriormente pela Instrução CVM 592/17, que trouxe atualizações e ajustes necessários para acompanhar a evolução do mercado e garantir maior eficácia na promoção do investimento em empresas emergentes, como a ampliação dos critérios de definição de empresas emergentes, atualização dos critérios de investimento dos fundos, aprimoramento das disposições de transparência e prestação de contas, introdução de incentivos fiscais adicionais e melhoria dos mecanismos de acompanhamento e avaliação. Numa visão geral, a disposição implica uma mudança na dinâmica regulatória ao qual começa a “disponibilizar” mais recursos para Políticas públicas e direcionamentos com incentivos ao fomento tecnológico por meio de fundos de VC e PE.

5.3 SOBRE A PARTICIPAÇÃO DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS

Outro ponto importante a abordar em contexto do funcionamento da regulação brasileira de capitais sobre VC e PE reside na captação e incentivo de investimentos estrangeiros no Brasil tendo em vista o alto potencial desse mercado, essa visão é obtida por meio de um “Dry powder” medindo a capacidade de investimento dos fundos da América Latina, que acompanham uma taxa de crescimento atingindo um valor agregado de 4 bilhões.

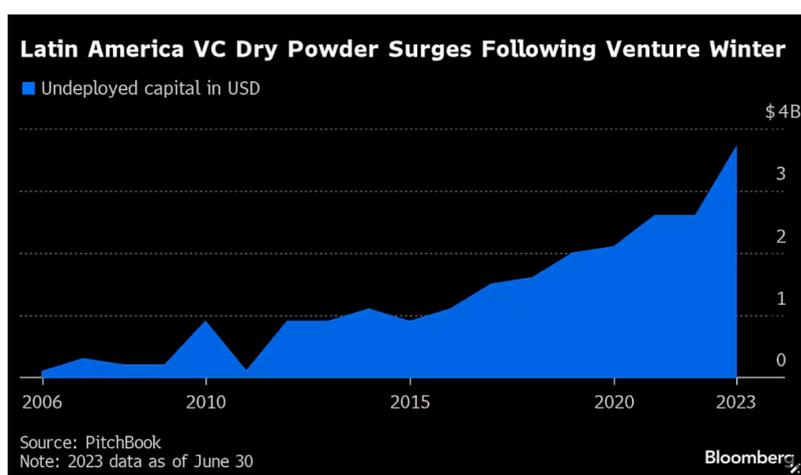


Figura 7: evolução da capacidade de investimento dos fundos de venture capital na América Latina

Fonte: PitchBook(2023).

Segundo a Bloomberg, quando exploramos a visão de possibilidades e justificativa do investimento em fundos brasileiros (mesmo com a queda decorrente do ano de 2018 em

diante e recente recuperação em 2024), num cenário em que os investidores procuram empresas em temas como biotecnologia, saúde, serviços financeiros como provedores de pagamento e plataformas bancárias. em condições de ambiente de taxa de juros e regulação sólida do mercado de capitais brasileiros.

Assim, é expressiva a participação de investidores estrangeiros nos fundos de investimento no Brasil, sendo assim a necessidade desta ser regida por uma legislação específica, que busca atrair capital estrangeiro para o mercado brasileiro e estimular o investimento em empresas nacionais. Nesse contexto, a tributação desempenha um papel crucial, influenciando a decisão dos investidores estrangeiros em alocar recursos no país.

Inicialmente, é importante destacar que a legislação brasileira proporciona incentivos fiscais para os fundos de investimento, geralmente isentando-os de tributação sobre os ganhos até a distribuição dos rendimentos aos cotistas. No entanto, os ganhos obtidos pela venda ou resgate de quotas dos Fundos de FIPs e FMIEE estão sujeitos à retenção de imposto de renda na fonte a uma alíquota de 15%. Essa retenção visa garantir a arrecadação de impostos sobre os ganhos auferidos pelos investidores estrangeiros no Brasil.

No que diz respeito à participação de investidores estrangeiros, estes têm permissão para investir nos mesmos produtos financeiros disponíveis para os investidores brasileiros, desde que cumpram determinados requisitos e estejam devidamente registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Uma importante consideração é que a tributação para investidores estrangeiros pode ser reduzida a zero por cento, desde que observem certos critérios estabelecidos pela legislação brasileira. Por exemplo, para obter a isenção fiscal, os investidores estrangeiros não devem deter 40% ou mais das quotas do fundo ou dos ganhos do fundo.

5.4 VISÃO GERAL SOBRE O AMBIENTE REGULATÓRIO BRASILEIRO

Como exemplificado nos tópicos anteriores, é evidente que nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro tem passado por uma série de transformações substanciais impulsionadas pelas condições não só econômicas como regulatórias (ao qual refere-se a análise desta monografia). Essas mudanças têm impactado significativamente o ambiente de investimentos no país, proporcionando um cenário mais favorável para o crescimento das startups e o desenvolvimento de empresas de alto potencial, dado às quedas desde 2018 e

recente retorno ao fim de 2023, ou seja, a visão de regulamentações mais ativas a um cenário pós pandêmico e uma integração com normas internacionais de atuação e distribuição de fundos, mantendo ainda sim a intenção de ganhos para um ecossistema brasileiro de Startups.

Uma das mudanças mais destacadas é o aprimoramento na proteção dos direitos dos acionistas minoritários. A adoção de práticas mais transparentes e governança corporativa robusta tem sido promovida por instituições como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que tem desempenhado um papel fundamental na divulgação de códigos de melhores práticas e na realização de estudos que visam elevar os padrões de governança nas empresas brasileiras.

Além disso, foram criados segmentos diferenciados de listagem na Bolsa de Valores de São Paulo, oferecendo alternativas de acesso ao mercado de capitais para empresas de diferentes perfis e estágios de desenvolvimento. Essa diversificação de opções de investimento tem contribuído para fortalecer o ecossistema de startups e empresas de tecnologia, permitindo que elas encontrem fontes de financiamento adequadas às suas necessidades específicas.

Outro aspecto relevante é FIPs e FMIEEs no mercado brasileiro. Esses fundos, voltados para investimentos de Private Equity e Venture Capital, têm desempenhado um papel fundamental no financiamento e no apoio ao crescimento de startups e empresas inovadoras. A Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP) tem sido uma importante protagonista nesse cenário, promovendo o desenvolvimento do mercado de capitais e atraindo investimentos para o Brasil.

Essas iniciativas têm contribuído para tornar o Brasil um ambiente mais atrativo para investimentos de Private Equity e Venture Capital, fomentando o crescimento econômico e a inovação no país. Com um arcabouço regulatório mais sólido, maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, o mercado de capitais brasileiro está se consolidando como um destino estratégico para investidores locais e estrangeiros em busca de oportunidades de crescimento e retorno seguras em solidez regulatória, mas com diversidade maior quanto cenário risco-retorno.

5.5 ANÁLISE DA REGULAMENTAÇÃO SOBRE CRÉDITO DE STARTUPS NO MUNDO

Outro ponto importante a abordar em contexto do funcionamento da regulação A regulação do crédito para startups varia significativamente entre diferentes jurisdições, com distinções notáveis nos Estados Unidos e na Europa, especialmente no que diz respeito à regulamentação de private equity (PE) e venture capital (VC).

Nos Estados Unidos, as empresas de PE e VC são predominantemente reguladas pela Securities and Exchange Commission (SEC). O Investment Advisers Act de 1940 estipula o registro na SEC para gestores de fundos com ativos sob gestão superiores a \$150 milhões, sujeitando-os a uma série de obrigações de relatórios e conformidade. O Regulamento D, por sua vez, oferece uma exceção ao permitir que os fundos levem capital de investidores qualificados sem necessidade de registro na SEC, facilitando assim o processo de captação de recursos. Ademais, não há limites estabelecidos para o tempo de duração dos fundos de investimento nos EUA.

Na Europa, a principal estrutura regulatória é a Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD), que abrange gestores de fundos de investimento alternativos, incluindo PE e VC. Essa diretiva exige autorização e registro pelos gestores de fundos pelas autoridades competentes de seus países. Além disso, a European Venture Capital Funds Regulation (EuVECA) foi desenvolvida para simplificar o processo de captação de recursos por fundos de VC na União Europeia, oferecendo um processo simplificado de registro para gestores de fundos menores.

As diferenças entre os regimes regulatórios nos EUA e na Europa são notáveis. Enquanto nos EUA a regulamentação de PE e VC prioriza a transparência e a proteção ao investidor, na Europa há uma preocupação adicional com a promoção do investimento em empresas inovadoras e de alto crescimento. Os EUA mantêm uma abordagem mais flexível em relação ao número de investidores e ao tempo de duração dos fundos, incentivando a captação de recursos de forma eficiente. Por outro lado, na Europa, há uma maior ênfase na transparência e na prestação de contas, visando garantir a integridade do mercado.

No Brasil, a regulação do crédito para startups, especialmente no contexto de PE e VC, como mencionado nos tópicos anteriores, reside sobre os critérios da CVM, o essa

estabelece regras para a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, incluindo aqueles destinados a startups.

Existem diferenças notáveis no cenário regulatório brasileiro em comparação com os EUA e a Europa. O Brasil além das exigências específicas em relação à participação de investidores estrangeiros em fundos de PE e VC, a principal diferença reside nos incentivos fiscais para investimentos em startups por meio de fundos de PE e VC, visando atrair capital nacional e estrangeiro e estimular o investimento em empresas inovadoras, como:

- **Isenção de Imposto de Renda para Investidores Estrangeiros:** Investidores estrangeiros que investem em fundos de PE e VC podem ser beneficiados com a isenção do Imposto de Renda sobre os ganhos de capital, desde que cumpram certos requisitos, como não deter 40% ou mais das quotas do fundo ou dos ganhos do fundo.
- **Isenção de Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF):** Em determinadas condições, os rendimentos distribuídos por fundos de PE e VC a investidores estrangeiros são isentos de IRRF. Essa isenção aplica-se a fundos constituídos sob a forma de condomínio fechado e que não sejam exclusivos para um único investidor.
- **Benefícios Fiscais para Fundos de Investimento em Participações (FIPs):** Os FIPs, que investem em empresas emergentes, podem oferecer vantagens fiscais para os investidores, como a possibilidade de diferir o pagamento de impostos até a venda das quotas do fundo.
- **Subvenção Econômica e Programas de Apoio:** Programas como o Inova Empresa, BNDES Fundo Tecnológico (BNDES Funtec) e a Finep Startup oferecem financiamentos, subvenções econômicas e apoio direto a startups e empresas inovadoras, reduzindo o custo do capital e incentivando o crescimento do ecossistema de inovação.
- **Desoneração de Impostos para Fundos Incentivados:** Fundos de investimento que aplicam em projetos de infraestrutura ou inovação tecnológica podem se beneficiar de desonerações fiscais, como a isenção de IR sobre os rendimentos distribuídos aos cotistas.

Em suma, tanto nos EUA, na Europa quanto no Brasil, a regulamentação de PE e VC visa facilitar o acesso ao capital para empresas em estágio inicial, promovendo o desenvolvimento do ecossistema empreendedor e impulsionando a inovação. No entanto, as

abordagens regulatórias e as prioridades específicas variam entre as diferentes jurisdições, refletindo as diferentes realidades e necessidades de cada mercado bem como foco de desenvolvimento do ecossistema de acordo com sua indústria/visão de desenvolvimento, abordaremos no capítulo a frente essa relação de interesse brasileiro, bem como exemplo de Startups sob a jurisdição de fundos brasileiros nesse cenário com seus devidos incentivos, frente a Startups Norte americanas e Europeias.

6 A RELAÇÃO ENTRE A REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO E O CRESCIMENTO DE STARTUPS NO BRASIL

6.1 PRINCIPAIS FATORES QUE INFLUENCIAM O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS EM RELAÇÃO À REGULAMENTAÇÃO DE CRÉDITO

O desenvolvimento de startups é um processo dinâmico que depende de diversos fatores, sendo a regulamentação de crédito um dos elementos cruciais. A seguir, são destacados os principais fatores que influenciam esse desenvolvimento no contexto das regulamentações de VC e PE FIP Semente.

6.1.1 Acesso ao Capital

A Instrução CVM 555/14 trouxe uma série de atualizações significativas para o mercado de capitais brasileiro, impactando diretamente os fundos de investimento focados em VC e PE. Estas atualizações visam simplificar e modernizar o arcabouço regulatório, aumentar a transparência e oferecer mais segurança aos investidores, beneficiando assim o ecossistema de startups.

- **Classificação dos Fundos de Investimento:** Estabeleceu novas categorias de fundos, permitindo uma melhor organização e entendimento das diferentes modalidades de investimento disponíveis, incluindo aquelas voltadas para startups.
- **Limites de Concentração e Diversificação:** Introduziu regras claras sobre a concentração e diversificação dos investimentos, essenciais para fundos que investem em startups.

- **Transparência e Divulgação:** Aumentou os requisitos de transparência e divulgação, garantindo que os investidores tenham acesso a informações detalhadas e atualizadas sobre os fundos.
- **Gestão e Administração:** Introduziu requisitos rigorosos para a gestão e administração dos fundos, assegurando que apenas gestores qualificados possam administrar os recursos dos investidores.
- **Taxas de Administração e Performance:** Abordou as taxas cobradas pelos fundos de investimento, promovendo mais transparência e equidade na relação com os investidores.
- **Definição de Investidores Qualificados e Profissionais:** Clarificou os critérios para a definição de investidores qualificados e profissionais, facilitando o acesso a produtos de investimento adequados ao perfil de cada investidor

Sendo essas atualizações essenciais para modernizar o mercado de capitais brasileiro, tornando-o mais atrativo e seguro para investidores nacionais e internacionais. A simplificação do processo de investimento, aliada a uma maior transparência e regras mais claras, contribuíram significativamente para aumentar o fluxo de capital destinado às startups com potencial de impulsionar o ecossistema brasileiro de consolidação e desenvolvimento dessas empresas.

6.1.2 Ambiente Legal e Regulatório

A segurança jurídica e a proteção ao investidor são aspectos fundamentais para atrair investimentos em startups. Neste tópico analisaremos fatores-chave que moldam o desenvolvimento de Startups com relação a prerrogativas legais e regulatórias das PE e VC com base nas instruções da CVM mencionadas no capítulo 6.

Tendo a fundamentalidade da segurança jurídica, A Instrução CVM 391/03 estabeleceu diretrizes importantes para os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), garantindo que os investidores tivessem voz ativa no processo decisório das empresas investidas, o que alinhava os interesses das partes envolvidas. Com o avanço do mercado, a substituição pela Instrução CVM 540 permitiu uma adaptação mais flexível às mudanças, ampliando as oportunidades de investimento e fortalecendo a segurança dos investidores.

A Instrução CVM 391/03 representou um marco ao estabelecer diretrizes para os FIPs, criando um ambiente mais seguro e transparente para os investidores interessados em apoiar startups. Ao exigir que os FIPs participassem ativamente do processo decisório das empresas investidas, garantiu-se que os interesses dos investidores estivessem alinhados com os das empresas, promovendo uma relação mais equilibrada e transparente.

Entretanto, à medida que o mercado e o ecossistema de startups evoluíram, adaptar a regulamentação tornou-se necessário para atender às novas demandas e oportunidades. Nesse contexto, a substituição pela Instrução CVM 540 permitiu uma abordagem mais flexível e abrangente, ampliando as oportunidades de investimento em startups.

A Instrução CVM 540 trouxe atualizações importantes que fortaleceram ainda mais a segurança dos investidores e a transparência do mercado. Proporcionando uma adaptação mais flexível às mudanças, essa instrução permitiu que os FIPs explorassem uma gama mais ampla de oportunidades de investimento, promovendo o crescimento e a inovação no ecossistema de startups.

Essa composição do ambiente regulatório, sólido e visível, por meio das instruções da CVM, oferece segurança a diferentes participantes da cadeia de investimento, validando a capacidade de investimento prevista para a América Latina (Figura 7).

6.1.3 Desenvolvimento do Ecossistema

Compreender o desenvolvimento do ecossistema empreendedor se torna ainda mais relevante, uma vez que suas dinâmicas e iniciativas desempenham um papel fundamental nesse cenário. Neste capítulo, exploraremos como as diversas iniciativas de apoio, parcerias público-privadas e políticas de incentivo contribuem para o fortalecimento do ecossistema de startups no Brasil, destacando sua importância dentro do contexto mais amplo da regulamentação de crédito.

A. Iniciativas de Apoio e Desenvolvimento do Ecossistema

O fortalecimento do ecossistema empreendedor no Brasil depende crucialmente de iniciativas de apoio, tanto por parte do governo quanto do setor privado. Estas iniciativas são essenciais para proporcionar o suporte necessário às startups em sua jornada de crescimento e desenvolvimento. A criação de aceleradoras e incubadoras é frequentemente impulsionada por

regulamentações favoráveis, como a Lei do Bem (Lei nº 11.196/2005), o Marco Legal das Startups (detalhado ao final deste capítulo), a Política Nacional do Empreendedorismo (PNE) e a Instrução CVM 590/2017, que incentivam o empreendedorismo por meio de benefícios fiscais, funcionamento e apoio a empresas emergentes.

Essas instituições desempenham um papel fundamental ao oferecer recursos como mentorias, espaço físico, networking e acesso a potenciais investidores. Exemplos notáveis incluem programas como o SEED em Minas Gerais e o Cubo Itaú em São Paulo. Podemos entender os impactos dessas iniciativas por meio dos resultados obtidos por aceleradoras. Um exemplo notável é a Artemísia, uma organização de fomento ao empreendedorismo social no Brasil, que, em parceria com o Grupo Gaia, uma empresa brasileira de investimentos, consultoria e gestão de recursos, lançou um Certificado de Recebíveis de Impacto Ambiental e Social (CRIIAS).

Essa parceria inovadora visa financiar o crescimento de negócios sociais, oferecendo acesso a financiamento de longo prazo via mercado de capitais. O CRIIAS é uma operação de securitização conduzida de acordo com a Resolução CVM 160, que estabelece regras para ofertas públicas de investimento no país. Por meio desse instrumento, a Artemísia e o Grupo Gaia captaram recursos destinados a negócios sociais como Redação Online, Estante Mágica, Portal Telemedicina e MeuChapa.

A Artemísia desempenhou um papel fundamental na estruturação e seleção dos negócios, conduzindo a due diligence de crédito, a confecção do relatório de investimento e apoiando a captação de investidores. Por sua vez, o Grupo Gaia liderou o comitê de investimentos do CRIIAS, atuando na estruturação, emissão e distribuição do valor mobiliário. Essa iniciativa representa uma nova fonte de recursos para empreendedores sociais, complementando o financiamento tradicional por meio de equity.

O CRIIAS é um exemplo concreto de como regulamentações favoráveis e parcerias entre organizações podem impulsionar o crescimento e desenvolvimento do ecossistema empreendedor, fornecendo alternativas de financiamento que promovem o impacto positivo e a sustentabilidade a longo prazo. Essa abordagem inovadora não só oferece suporte financeiro às startups, mas também fortalece a cultura de investimento de impacto no Brasil, contribuindo para a construção de um ecossistema mais diversificado e resiliente.

B. Parcerias Público-Privadas e Suporte Financeiro

A colaboração entre o setor público e privado é fundamental para fornecer suporte financeiro e capacitação às startups, sendo uma etapa crucial para atrair investimentos de VC e PE. Essas parcerias resultam em programas que oferecem financiamento direto e subvenções econômicas, como o BNDES Funtec e a Finep Startup. Além disso, proporcionam acesso a mercados e tecnologias cruciais para o crescimento e sucesso das empresas inovadoras.

Nesse exemplo, o BNDES desempenha um papel significativo no impulsionamento do ecossistema de fundos de VC e PE no Brasil através de sua regulamentação e programas de apoio. A colaboração entre o setor público, representado pelo BNDES, e o setor privado é fundamental para fornecer suporte financeiro e capacitação às startups, o que é uma etapa crucial para atrair investimentos de VC e PE.

Assim, programas como o BNDES Funtec e a Finep Startup, que proporcionam financiamento direto e subvenções econômicas às empresas inovadoras em estágios iniciais. Esses programas oferecem recursos financeiros essenciais que muitas vezes são difíceis de obter por meio de outras fontes de financiamento tradicionais, como bancos comerciais.

Além do suporte financeiro, a atuação do BNDES também proporciona acesso a mercados e tecnologias cruciais para o crescimento e sucesso das startups. Através de seus programas e parcerias, o BNDES ajuda a criar um ambiente propício para o desenvolvimento de empresas inovadoras, facilitando o acesso a recursos essenciais para sua operação e expansão.

Dessa forma, a regulamentação e os programas de apoio do BNDES desempenham um papel fundamental no impulsionamento do ecossistema de VC e PE no Brasil, fornecendo o suporte necessário para que as startups cresçam e prosperem, ao mesmo tempo em que estimulam o investimento e a inovação no país.

C. Redes de Apoio, Educação e Incentivos Fiscais

O desenvolvimento de um ecossistema empreendedor eficaz também depende da criação de redes de apoio, eventos de networking e oportunidades de capacitação, aspectos importantes para atrair investidores de VC e PE. Investimentos em educação empreendedora,

incluindo cursos, workshops e programas de mentoria, são vitais para o desenvolvimento das habilidades necessárias para gerir e expandir os negócios.

Além disso, políticas de incentivo e isenções fiscais desempenham um papel importante ao simplificar processos burocráticos e facilitar o acesso a investimentos. O Marco Legal das Startups, sancionado em 2021, é um exemplo relevante de como a legislação pode ser adaptada para criar um ambiente mais favorável para o empreendedorismo e, conseqüentemente, atrair investimentos de VC e PE.

O impacto combinado dessas iniciativas é significativo para o desenvolvimento do ecossistema de startups no Brasil e também para o cenário de investimentos de VC e PE. Elas aumentam o acesso a recursos essenciais, aceleram o crescimento das empresas, fortalecem a inovação e garantem a sustentabilidade a longo prazo do ecossistema empreendedor. Em resumo, a coordenação de regulamentações, programas de apoio e parcerias público-privadas cria um ambiente propício para a inovação e o crescimento das startups no Brasil, enquanto atrai investimentos estratégicos de VC e PE.

6.1.4 Cultura de Inovação

O fomento à inovação por meio de políticas de incentivo e investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) é crucial para a competitividade das startups. Regulamentações que oferecem incentivos fiscais para investimentos em P&D, como benefícios para fundos que direcionam recursos para projetos de inovação tecnológica, desempenham um papel fundamental na criação de um ambiente propício à inovação.

Além disso, as regulamentações que garantem uma proteção robusta para a propriedade intelectual são essenciais. Elas incentivam a inovação, assegurando que as startups possam se beneficiar de suas criações e inovações. Isso é especialmente relevante para atrair investimentos em setores de alta tecnologia e inovação, proporcionando um ambiente seguro para que os fundos de Venture Capital (VC) e Private Equity (PE) possam investir com confiança.

6.1.5 Incentivos à captação internacional e comparação regulatória

A análise das abordagens regulatórias de outros países no que diz respeito ao crédito para startups pode oferecer insights valiosos. Como mencionado anteriormente, com relação

ao SEC nos EUA que proporciona um ambiente regulatório flexível que facilita a captação de recursos e o EuVECA, na Europa, simplifica o processo de captação de recursos para fundos de VC. Comparar essas abordagens com a regulamentação brasileira pode ajudar a identificar áreas de melhoria e adaptação, contribuindo para um ambiente regulatório mais eficiente para fundos de VC e PE.

Além disso, a atração de investimentos estrangeiros é vital para o crescimento do mercado de startups no Brasil. Como mencionado no capítulo 6, em casos de atração de investimentos para fundos de VC e PE no Brasil possuem possibilidade de redução a até 0 do imposto de renda tendo de acordo com a legislação brasileira, ao oferecer incentivos como isenção de Imposto de Renda para investidores estrangeiros sob certas condições, busca atrair capital internacional. Isso é crucial para aumentar a disponibilidade de recursos para startups e fortalecer o desenvolvimento de um ecossistema empreendedor robusto, com fundos de VC e PE desempenhando um papel central nesse processo.

VI. Evolução do Cenário Regulatório

As atualizações regulatórias no mercado de capitais brasileiro refletem a necessidade de acompanhar as mudanças do mercado e garantir um ambiente regulatório dinâmico e atualizado. A introdução de novas normativas, como a Instrução CVM 555/14 e a Instrução CVM 592/17, demonstra o compromisso em alinhar a regulamentação às necessidades do ecossistema empreendedor, proporcionando um ambiente mais favorável para fundos de VC e PE.

Além disso, melhorias na governança corporativa, promovidas por instituições como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), onde o IBGC desempenha um papel relevante na regulação indireta dos fundos de VC e PE por meio da promoção de boas práticas de governança corporativa. Embora o IBGC não tenha autoridade regulatória direta sobre esses fundos, suas diretrizes e recomendações influenciam significativamente o ambiente em que operam.

As diretrizes do IBGC para governança corporativa geralmente incluem aspectos relacionados à transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa. Ao seguir essas diretrizes, os gestores de fundos de VC e PE são incentivados a adotar políticas e práticas que promovam a transparência na divulgação de informações aos investidores, a equidade no tratamento de stakeholders e a responsabilidade na gestão dos recursos dos fundos.

Embora os fundos de VC e PE sejam geralmente estruturas privadas, muitas vezes contam com investidores institucionais e indivíduos de alta renda que demandam altos padrões de governança corporativa. Nesse contexto, os gestores de fundos que adotam as melhores práticas de governança corporativa, conforme recomendadas pelo IBGC, podem atrair mais facilmente investidores e alcançar um desempenho superior.

6.2 PRINCIPAIS INICIATIVAS BRASILEIRAS E INTERNACIONAIS SOBRE REGULAMENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE STARTUPS COM AMPLIAÇÃO DOS FUNDOS DE VC E PE

6.2.1 Marco Legal das Startups

O Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (Lei Complementar nº 182/2021) é um marco importante no Brasil para impulsionar o ambiente de startups. Ao desburocratizar o processo de abertura e operação de startups, facilita o acesso a investimentos e promove a inovação. Destaques incluem:

- Ambiente Regulatório Experimental (Sandbox Regulatório): Permite que startups testem novos produtos e serviços em um ambiente regulatório simplificado.
- Incentivos Fiscais: Oferece benefícios fiscais e tributários para investidores que aplicam capital em startups.
- Contratação Pública: Facilita a participação de startups em licitações públicas, criando novas oportunidades de negócios com o governo.

6.2.2 Iniciativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A CVM desempenha um papel essencial na regulamentação do mercado de capitais, inclusive para startups, através de várias instruções e normativas:

- Instrução CVM 588/17: Regula o crowdfunding de investimentos, permitindo que startups capturem recursos através de plataformas online de financiamento coletivo.
- Instrução CVM 578/16: Atualiza a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), facilitando investimentos em startups e empresas emergentes.

6.2.3 Programas de Apoio e Financiamento

Como mencionado no tópico anterior, O governo brasileiro e instituições privadas têm implementado diversos programas para apoiar startups:

- BNDES Garagem: Oferece aceleração, mentoria e financiamento para startups em diferentes estágios de desenvolvimento.
- Finep Startup: Fornece recursos financeiros não reembolsáveis para startups inovadoras.

6.2.4 Incentivos Fiscais e Legais

Para atrair investimentos e estimular o crescimento de startups, o Brasil implementou várias medidas fiscais e legais:

- Lei do Bem (Lei nº 11.196/2005): Oferece incentivos fiscais para empresas que investem em pesquisa e desenvolvimento de inovação tecnológica.
- Isenção de Imposto de Renda para Investidores Estrangeiros: Investidores estrangeiros podem ser isentos de imposto de renda sobre os ganhos de capital, sob certas condições.

6.2.5 Iniciativas Internacionais de Regulamentação e Desenvolvimento de Startups

Quando adentramos fora às barreiras brasileiras, podemos posicionar programas internacionais de apoio a desenvolvimento do ecossistema de Startups e regulamentação de VC e PE como:

A. Estados Unidos

- Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act: Legislação que facilita o acesso ao capital para startups através de medidas como o equity crowdfunding e a flexibilização das exigências para IPOs.
- Regulação D: Permite que startups levantem capital de investidores qualificados sem a necessidade de registro na SEC, facilitando a captação de recursos.

B. União Europeia

- European Innovation Council (EIC): Financia startups e pequenas empresas inovadoras através de subsídios e investimentos em equity.
- EuVECA com a Simplificação do registro e operação de fundos de venture capital na União Europeia, facilitando o investimento em startups.

C. Israel

- Israel Innovation Authority: Agência governamental que oferece diversos programas de financiamento e apoio para startups, incluindo subvenções, incubadoras e parcerias com a indústria.
- Tax Incentives for R&D: Incentivos fiscais para empresas que investem em pesquisa e desenvolvimento, estimulando a inovação tecnológica.

D. China

- Made in China 2025: Iniciativa governamental que visa transformar a China em uma líder global em alta tecnologia, com apoio significativo para startups em setores estratégicos.
- Zhongguancun Science Park: Conhecido como o "Vale do Silício Chinês", oferece benefícios fiscais, subsídios e infraestrutura de alta qualidade para startups e empresas de tecnologia.

Ou seja, há uma disposição global de regulamentar e instituir um cenário positivo de desenvolvimento de Startups e assim diretamente sob a evolução e qualidade dos fundos de VC e PE.

6.3 RESULTADOS DA REGULAMENTAÇÃO DE CREDITO VC E PE SOBRE O ECOSISTEMA DE STARTUPS

Assim, quando analisamos a formação do ecossistema brasileira em diferentes âmbitos após já analisarmos o conjunto de fatores que às regulamentações sobre capitais e fundos de VC e PE implicam e seu funcionamento sobre o ecossistema, seja ampliação de disponibilidade de capital com maior transparência até o fomento de leis que beneficiam o surgimento de aceleradoras e assim ampliação do número de Startups com qualidades em

fomentos de suas governança, estruturas e crescimento, quais resultados podemos avaliar no desenvolvimento do ecossistema brasileiro de VC e PE e Startups?

6.3.1 Aumento do Investimento em Startups

Segundo a ABVCAP (2023), o volume de investimentos de capital de risco no Brasil aumentou substancialmente na última década. Em 2022, o volume de investimentos em startups brasileiras alcançou um novo patamar, superando os US\$10 bilhões, comparado a apenas US\$2 bilhões em 2017.

Relatórios da LAVCA (2023) indicam que o Brasil continua a ser o principal destino de investimentos de capital de risco na América Latina, atraindo mais de 50% dos fundos destinados à região.



Figura 8: Captação anual na América Latina de fundos de VC e PE centralizadas nos setores de infraestrutura e recursos naturais 2016-2023

Fonte: Lavca (2022)

6.3.2 Desenvolvimento de um Ecossistema de Inovação

O desenvolvimento de um ecossistema de inovação robusto no Brasil tem sido fundamental para o crescimento das startups e o aumento do investimento em VC e PE, neste cenário, todo esse cenário respaldado pelas iniciativas citadas anteriormente provem um

aumento substancial no número de startups, passando de 4.200 em 2015 para mais de 13.000 em 2021 segundo dados da Abstartups (2023)

Ano	Top 4 estados				Total de startups cadastradas
	São Paulo	Minas Gerais	Rio Grande do Sul	Rio de Janeiro	Brasil
2015	1.320	365	183	343	4.451
2016	1.327	591	184	343	4.273
2017	1.668	714	223	446	5.147
2018	3.060	720	885	843	10.000
2019	3.780	1.094	918	839	12.727

Figura 9: Total de Startups registradas em SP, MG, RS e RJ nos anos de 2015 à 2019
Fonte: Abstartups (2023)

Segundo o mesmo estudo, no Brasil a média de crescimento do número de Startups no Brasil atingiu em 2023 a média de 26,75% ao ano. O salto ocorreu de 2015 a 2019 por motivações internacionais como a busca de investidores por inovações e maiores taxas de retornos em âmbito de capitais mais arriscadas (e ascensão dos fundos de VC e PE como demonstrado na figura 6) e em suma pela lei complementar nº 155/2016, conhecida como a Lei do Investidor Anjo, trouxe mudanças significativas ao Marco Legal das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte no Brasil, especialmente no apoio a startups. Essa lei define o investidor anjo como uma pessoa física ou jurídica que aporta capital em microempresas ou empresas de pequeno porte, incentivando seu crescimento sem participação societária.

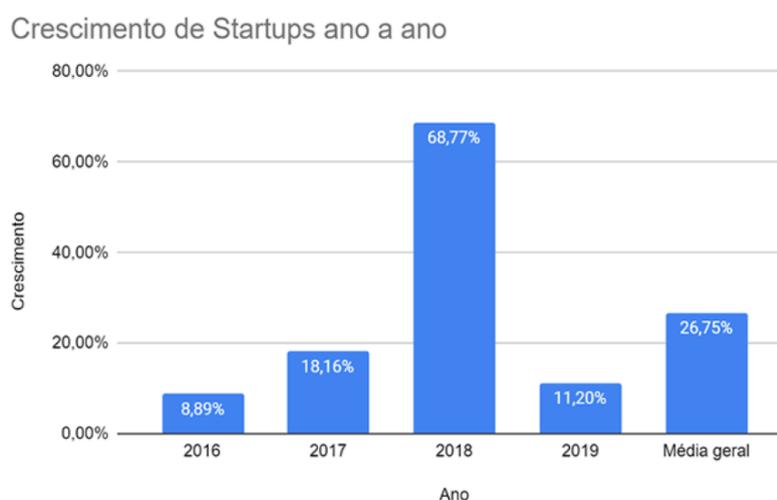


Figura 10: Crescimento no número de Startups registrados pelos anos de 2016 a 2019 no território brasileiro
Fonte: Abstartups (2023)

6.3.3 Incentivos à Inovação e Desenvolvimento Tecnológico

Tendo em vista o ecossistema formado e o fomento dos investimentos no mesmo (novamente por meio de mediação e impulsionando com VC e PE), segundo dados do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI, 2022) os impulsionamentos fomentados pela Lei do Bem (Lei nº 11.196/2005), entre 2010 e 2020, as empresas brasileiras investiram mais de R\$ 120 bilhões em P&D incentivado pela Lei do Bem, resultando em avanços significativos em diversos setores, como tecnologia da informação, saúde, energia e meio ambiente.

Além da Lei do Bem, de outras iniciativas mencionadas nos capítulos anteriores e algumas novas em relação ao ano de 2023, podemos mencionar o Programa “Rota 2030”, que, por exemplo, oferece incentivos fiscais para empresas do setor automotivo que investem em pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias, visando aumentar a competitividade da indústria nacional. Desde sua implementação, em 2018, o programa Rota 2030 já atraiu mais de R\$7 bilhões em investimentos em P&D, de acordo com dados do Ministério da Economia (2022). No campo da tecnologia da informação e comunicação (TIC), o Programa Prioritário de Software (PPS) tem sido fundamental para o desenvolvimento do setor. Criado em 2004, o PPS oferece incentivos fiscais para empresas de software que investem em atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação. De acordo com a Associação Brasileira das Empresas de Software (ABES), o Brasil é hoje o 9º maior mercado de software e serviços do mundo, resultado dos investimentos em inovação promovidos pelo programa.

Tal condições de programas e regulamentos juntos, temos como exemplo o Programa InovAtiva Brasil, que por meio do oferecimento de mentoria, capacitação e conexão com investidores, desde sua criação, em 2013, o programa já acelerou mais de 1.000 startups, que receberam mais de R\$ 580 milhões em investimentos, segundo dados do Ministério da Economia.

6.4 EXEMPLOS PRÁTICOS

Quando observamos casos concretos de startups brasileiras colaborando com fundos de VC e PE, percebemos o papel fundamental desempenhado por esses investidores/fundos

no crescimento e sucesso dessas empresas, como é evidenciado pelas trajetórias do Nubank e da 99. Os fundos de Venture Capital (VC) fornecem capital essencial para a expansão, inovação e entrada em novos mercados, facilitando o acesso a recursos fundamentais para o crescimento global.

No caso do Nubank, por exemplo, a empresa recebeu investimentos substanciais de renomados fundos de VC, incluindo Sequoia Capital, Kaszek Ventures e Tiger Global Management. Esses investimentos viabilizaram a expansão das operações do Nubank, o desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, e a conquista de uma base de clientes substancial em um curto período de tempo. Segundo dados divulgados pela própria empresa, até 2021, o Nubank já havia captado mais de US\$ 1 bilhão em rodadas de investimento de VC, o que contribuiu significativamente para sua valorização e consolidação no mercado.

De forma semelhante, a 99 também se beneficiou dos investimentos de VC para financiar sua expansão e inovação. Fundos como SoftBank, Monashees e Qualcomm Ventures estiveram entre os investidores que contribuíram para o crescimento da startup. Esses investimentos possibilitaram que a 99 ampliasse sua presença tanto nacional quanto internacional, fortalecendo sua posição como uma das principais empresas de transporte urbano da América Latina.

7 CONCLUSÃO

Após uma análise minuciosa sobre a interseção entre a disponibilidade de crédito e o mercado de capitais brasileiro, com um foco especialmente dedicado às Startups, e a dinâmica regulatória desses capitais, notadamente no que se refere ao Venture Capital (VC) e ao Private Equity (PE) FIP Semente, torna-se evidente o papel crucial das regulamentações atuais no ecossistema empreendedor do Brasil. Essas normativas desempenham um papel vital no estímulo ao empreendedorismo, na promoção da transparência e na garantia da governança dos fundos.

A evolução regulatória liderada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com destaque para a substituição da Instrução CVM 409/04 pela Instrução CVM 555/14, reflete um compromisso contínuo com a adaptação às mudanças do mercado financeiro. A revogação de instruções anteriores e a introdução de novas normativas demonstram uma abordagem proativa para corrigir lacunas e garantir a adequação às necessidades do mercado.

Essas medidas têm contribuído significativamente para criar um ambiente mais seguro e transparente tanto para investidores quanto para empreendedores, impulsionando o crescimento do ecossistema de startups no Brasil. Iniciativas como o Marco Legal das Startups, a Lei do Bem e programas de apoio como o BNDES e Finep têm fortalecido ainda mais o mercado de capitais, oferecendo benefícios e incentivos para fundos e empresas inovadoras.

Diante desse panorama, com um ambiente regulatório favorável, estímulos à inovação e investimento, e uma crescente rede de apoio, o Brasil está bem posicionado para atrair investimentos e promover o crescimento sustentável das empresas emergentes. A regulação de crédito em venture capital e private equity no ecossistema de startups no Brasil é promissora e contribui para fortalecer o mercado de capitais, estimulando o empreendedorismo e a inovação no país.

A análise de casos concretos, como o Nubank e a 99, evidencia ainda mais o papel fundamental desempenhado pelos fundos de VC e PE no sucesso dessas startups brasileiras. Os investimentos estratégicos desses fundos não apenas impulsionaram o crescimento e a expansão dessas empresas, mas também facilitaram o acesso a recursos essenciais para inovação e penetração em novos mercados. Esses exemplos ilustram vividamente como os fundos de VC desempenham um papel crucial no crescimento e sucesso das startups

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABSTARTUPS. Mapeamento do ecossistema brasileiro de startups. 1. [S. l.], 4 out. 2023. Disponível em: <https://drive.google.com/file/d/1LodfdQtKGXMpzFnkYAGyfUf2vk3FzWXB/view>. Acesso em: 9 out. 2023.
- AKERLOF, George. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. [S. l.: s. n.], 1970.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). Estrutura Legal de Fundos de Private Equity no Brasil. Apex Brasil, 2011. Disponível em: <https://www.apexbrasil.com.br/Content/pdfs/investimentos/estrutura-legal-de-fundos-de-private-equity-no-brasil.pdf>.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). Estrutura legal dos fundos de private equity e venture capital. [S. l.], 2018. Pág. 8.
- BATISTA, f. g. (2019). O impacto dos Fundos de Investimento em Participações no crescimento das startups brasileiras. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo.
- BERTONI, Fabio et al. Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. Elsevier B.V, [S. l.], p. 1-16, 25 mar. 2011.
- BIERMAN JR., Harold. Private Equity: Transforming Public Stock Into Private Equity to Create Value. [S. l.: s. n.], 2011.
- BRANDO, Bernardo Santini. Fundo de fundos – processo de alocação da carteira e vantagens comparativas. 2007. Monografia (Graduação em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.
- CARVALHO, Alexandre G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. A Indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.
- COLOMBO, Gabriel Carvalho et al. Análise da Estrutura de Capital de Startups à Luz das Teorias de Trade-off e Pecking Order. 21º USP International Conference in Accounting, [S. l.], p. 1-16, 28 dez. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686 www.cvm.gov.br.
- ESMERALDINO, Marina. Empresas de private equity e venture capital: um estudo sobre as normas e esquematização no Brasil e Estados Unidos. 2016. Monografia (Especialização em Direito Internacional) – Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/150929/001009255.pdf>.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Joshua. The venture capital cycle. MIT Press, 2001.

KERÄNEN, Aatu; NASIBLI, Narmin. How do Startups Prevent Encountering the Funding Gap? A qualitative case study of entrepreneurs and how they prevent encountering the funding gap that prevails between early stage and commercialization stage by undertaking internal actions. 2020. 41 f. Dissertação de Mestrado em Business Administration, Lund University Libraries, Lund, Suécia, 2020. Disponível em: <https://lup.lub.lu.se/studentpapers/search/publication/9014342>. Acesso em: 8 Jun. 2023.

KPMG (2021). Venture Pulse Q2 2021 – Global analysis of venture funding.

LAVCA (Latin American Private Equity & Venture Capital Association). Relatórios sobre investimentos em private equity e venture capital na América Latina, incluindo o Brasil. Disponível em: <https://lavca.org/>. Acesso em: [data de acesso].

MACHADO, Eduardo Alexandre Corrêa de. Uma proposta de modelo de valuation para empresas startups, sob a ótica do investidor. [s.l.], 2019. Disponível em: https://repositorio.animaeducacao.com.br/bitstream/ANIMA/15096/1/disserta_EACM.pdf. Acesso em: 8 Jun. 2023.

MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA E INOVAÇÕES (MCTI). "Empresas beneficiadas pela Lei do Bem investiram R\$ 35 bilhões em pesquisa e inovação em 2022". Disponível em: <https://www.gov.br/mcti/pt-br/acompanhe-o-mcti/noticias/2023/10/empresas-beneficiadas-pela-lei-do-bem-investiram-r-35-bilhoes-em-pesquisa-e-inovacao-em-2022#:~:text=inova%C3%A7%C3%A3o%20em%202022-,Empresas%20beneficiadas%20pela%20Lei%20do%20Bem%20investiram%20R%24%2035%20bilh%C3%B5es.pesquisa%20e%20inova%C3%A7%C3%A3o%20em%202022&text=Principal%20instrumento%20de%20incentivo%20%C3%A0%2029%25%20na%20compara%C3%A7%C3%A3o%20com%202021..> Acesso em: [01/06/2024].

OECD (2020). Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard. OECD Publishing.

OIOLI, Erick. Manual De Direito Para Startups. [S. l.: s. n.], 2020.

RIES, Eric. The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses. 2011.

SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. Journal of Financial Economics, [S. l.], p. Volume 27, Issue 2, 1990.

SCHUMPETER, Joseph A. Economic Theory and Entrepreneurial History. Revista Brasileira de Inovação, Campinas, v. 1, n. 2, p. 203-224, [1949] 2002. Semestral.

SILVA, A. R. da, & Rodrigues, M. J. (2018). Venture Capital no Brasil: Uma análise das regulamentações e incentivos.