

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
NÍVEL MESTRADO**

GABRIEL FALEIRO

***STARTUPS E COMPLIANCE:*
Resolvendo o problema dos incentivos**

**Porto Alegre
2021**

GABRIEL FALEIRO

STARTUPS E COMPLIANCE:
Resolvendo o problema dos incentivos

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profª Dra. Daniela Pellin

Porto Alegre

2021

F187s Faleiro, Gabriel.
Startups e compliance: resolvendo o problema dos incentivos / por Gabriel Faleiro. -- Porto Alegre, 2021.

93 f. : il. color. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Direito, Porto Alegre, RS, 2021.
Orientação: Prof^a. Dr^a. Daniela Pellin, Escola de Direito.

1.Direito empresarial. 2.Programas de compliance.
3. Empresas novas. 4. Empresas novas – Finanças.
5. Empreendedorismo. 6. Inovações disruptivas. I. Pellin, Daniela. II. Título.

CDU 347.7
658.011.1
658.012.4

GABRIEL FALEIRO

**STARTUPS E COMPLIANCE:
Resolvendo o problema dos incentivos**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em 24 / 11 / 2021

BANCA EXAMINADORA

Prof^a Dr^a Daniela Pellin (orientadora) - UNISINOS

Prof. Dr. Ederson Garin Porto – UNISINOS

Prof. Dr. Marco Antônio Karam Silveira – UFRGS

Prof. Dr. Brunno Giancoli Pandori – Universidade Presbiteriana Mackenzie

O trabalho vai dedicado aos meus pais, que nunca mediram esforços para me incentivar, das mais diversas formas, na busca dos meus objetivos, eles que são a base em que sempre me apoiei e sem os quais não conseguiria chegar até aqui.

À minha família, irmãos, avós, tios e primas que me encorajaram do início ao fim nessa caminhada.

À minha namorada, que viveu comigo esse mestrado e valorizou cada passo conquistado, como se fossem seus.

AGRADECIMENTOS

Os agradecimentos vãoos aos meus colegas de curso que se tornaram grandes amigos e deixaram mais leve esses dois anos e meio de mestrado.

À minha orientadora, que de forma brilhante me apoiou do início ao fim na elaboração da dissertação com muito zelo e maestria.

A todos os professores do curso, pela dedicação e excelência de seus ensinamentos.

À Unisinos, instituição pela qual tenho muito apreço, pela excelente condução do curso.

É possível entender o desenvolvimento sustentável como um processo de transformação e de mudança, em contínuo aperfeiçoamento, envolvendo múltiplas dimensões – econômica, social, ambiental e política. Processo essencialmente dinâmico, que apresenta ênfases diversas no tempo e pode trilhar caminhos diferenciados segundo as escolhas de sociedades histórica e geograficamente forjadas. No atual contexto histórico, a inovação emerge como uma das contribuições mais determinantes na busca de um desenvolvimento sustentável efetivo em suas múltiplas dimensões (LIVRO AZUL, 2010, p.27).

RESUMO

A inovação tratada como vetor do crescimento social e econômico mundial ganha cada vez mais importância no contexto atual da Nova Economia, propiciada pela Sociedade da Informação e pela Quarta Revolução Industrial. As *startups*, inseridas nesse contexto, possuem papel fundamental como geradoras de inovação e disruptoras da economia circular. Frente a esse cenário, mostra-se imprescindível a construção de um Sistema Nacional de Inovação favorável ao desenvolvimento dessas inovadoras empresas. A conjuntura atual mostra-se deficitária nesse sentido, dificultando a concretização de um SNI efetivo, o que desincentiva o investimento privado e acaba por causar falta de recursos às *startups* nos seus primeiros anos de atividade. O investimento privado advindo do investidor-anjo consiste em fator central para o sucesso desses empreendimentos ao passo que além do aporte de capital e da atuação na fase mais crítica da empresa, fornece a expertise, o *networking*, que são essenciais. Entretanto, o ambiente regulatório brasileiro mostra-se hostil ao investidor, criando entraves que se traduzem em custos transacionais excessivos. Os riscos ao investimento-anjo no país, decorrentes de uma falha regulatória, refletem desincentivos ao investimento, mortalidade das *startups* e conseqüentemente baixos níveis de inovação, travando o crescimento social e econômico. Tal panorama clama por uma solução ao desincentivo da relação fluida entre *startup* e investidor-anjo. Como proposta de solução, o *compliance* aparece como instrumento jurídico hábil à reduzir a assimetria informacional, os custos transacionais e trazer mais confiança à relação. Não obstante a estrutura enxuta da *startup* e sua dinamicidade, um programa de *compliance* pode ser adaptado à tal realidade a fim de não atravancar o rápido crescimento da empresa. A metodologia do trabalho tem como abordagem a Análise Econômica do Direito, em especial a Teoria dos Custos de Transação de Ronald Coase e técnica de pesquisa a revisão bibliográfica nacional e estrangeira. Como resultado de pesquisa a proposta de um modelo de programa de *compliance* estruturado com base na governança corporativa, na *Environmental Social and Governance* a ser utilizado pelas *startups* como ferramenta para captação de investimentos através da promoção da confiança.

Palavras-chave: inovação; *startups*; investidor-anjo; regulação; *compliance program*.

ABSTRACT

The innovation treated as a vector of global, social and economic growth is increasingly gaining importance in the current context of the New Economy, brought about by the Information Society and The Fourth Industrial Revolution. Startups, inserted in this context, play a fundamental role as generators of innovation and disruptors of the circular economy. Considering this scenario, it is essential to build a National Innovation System favorable to the development of these innovative companies. The current situation is deficient in this regard, making it difficult to implement an effective NIS, which discourages private investment and ends up causing a lack of resources for startups in their first years in business. Private investment coming from the angel investor is a central factor for the success of these ventures, whereas in addition to providing capital and acting in the company's most critical phase, it provides the expertise and networking, which are essential. However, the Brazilian regulatory environment is hostile to investors, creating barriers that translate into excessive transaction costs. The risks to angel investment in the country, which are due to a regulatory failure, cause disincentive to investment, startup failure and consequently low levels of innovation, hindering social and economic growth. Such a condition calls for a solution to the disincentive of the fluid relationship between the startup and the angel investor. As a solving offer, compliance appears as a legal instrument capable of reducing informational asymmetry, transaction costs and bringing more trust to the relationship. Despite the startup's lean structure and its dynamism, a compliance program can be adapted to this reality in order not to prevent the company's rapid growth. This paper's methodology is based on the Economic Analysis of Law, especially Ronald Coase's Transaction Cost Theory and the research technique of national and foreign literature review. As a result of the research, the proposal for a structured compliance program model based on corporate governance, on Environmental Social and Governance, to be used by startups as a tool for attracting investments through the promotion of trust.

Keywords: innovation; startups; angel investor; regulation; compliance program.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Hélice Tripla	32
Figura 2 – Perfil dos clientes de <i>startups</i>	36
Figura 3 – Número de investidores-anjo.....	44
Figura 4 – Satisfação com o ecossistema	49
Figura 5 – Tabela de investimento sustentável	72
Figura 6 – Simbologia básica de um fluxograma.....	77
Figura 7 – Simbologia complementar de um fluxograma	78
Figura 8 – Simbologia eventual de um fluxograma	78
Figura 9 – Programa de <i>Compliance</i> para a conquista do investimento-anjo	81

LISTA DE SIGLAS

AED	Análise Econômica do Direito
ANPEI	Associação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento das Empresas Inovadora
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CGU	Controladoria Geral da União
COAF	Conselho de Controle de Atividades Financeiras
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CRFB	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CT&I	Ciência, Tecnologia e Inovação
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EPP	Empresa de Pequeno Porte
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EUA	Estado Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICTS	Instituições de Ciência e Tecnologia
ISO	<i>International Standardization Organization</i>
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
LC	Lei Complementar
ME	Microempresa
MVP	<i>Minimum Viable Product</i>
OCDE	Organização Para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODS	Objetivo de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas

P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
PINTEC	Pesquisa Industrial de Inovação Tecnológica
PRI	<i>Principles for Responsible Investment</i>
PWC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SNI	Sistema Nacional de Inovação
SOX	<i>Sarbanes-Oxley Act</i>
UNEP-FI	<i>United nations environment – Finance Initiative</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 A ESTRUTURA DA COMPLEXIDADE SISTÊMICA DO CONCEITO <i>STARTUP</i> .	21
3 O FUNCIONAMENTO DO SISTEMA NACIONAL DE INOVAÇÃO E O ECOSSISTEMA DAS <i>STARTUPS</i>	31
4 <i>STARTUP</i> E INVESTIMENTO-ANJO: IDENTIFICANDO O PROBLEMA DOS (DES) INCENTIVOS REGULATÓRIOS	41
5 <i>COMPLIANCE PROGRAMS</i> : SOLUÇÃO PARA A REDUÇÃO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO E ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	57
6 <i>COMPLIANCE PROGRAMS</i> E CONFIANÇA: CONSOLIDANDO OS INCENTIVOS REGULATÓRIOS.....	66
6.1 Implicações da <i>Environmental Social and Governance</i> sobre a estrutura sistêmica do <i>Compliance</i>	69
7 FLUXOGRAMA PARA ESTRUTURAÇÃO DE UM PROGRAMA DE <i>COMPLIANCE</i> EM <i>STARTUPS</i> DE ACORDO COM SUAS FASES DE DESENVOLVIMENTO	76
8 CONCLUSÃO	82
REFERÊNCIAS.....	85

1 INTRODUÇÃO

A presente pesquisa tem como tema o universo do desenvolvimento socioeconômico sustentável do país diante do cenário de inovação favorecido pelas *startups*. O sistema jurídico ocupa posição de destaque e é chamado a contribuir para que esse sistema opere com segurança, promova incentivos e o país alcance competitividade e seja atrativo a investimentos em um cenário não só interno, mas, sobretudo, global. Isso, inclusive, permeia o programa Constitucional que de forma transversal, reúne mercado, tecnologia e inovação com a Ordem Econômica e Financeira do país, pelo que se pode afirmar da leitura combinada dos artigos 170 e 219.¹

A mudança de dinâmica do mercado global propiciada pelo advento da internet e a conseqüente construção da Sociedade da Informação apresentou oportunidades a novos negócios e pequenas empresas, as emergentes tecnologias trouxeram facilidades para a produção e divulgação de serviços e produtos, reduzindo os custos operacionais e tornando mais ágeis as negociações oportunizando expansão de mercado, o que acabou por possibilitar maior competitividade aos novos negócios e o surgimento das *startups*.

Diante desse cenário propiciado pela Nova Economia², as microempresas e empresas de pequeno porte, nicho onde, em regra, estão alocadas as *startups*, ganharam espaço e começaram a ser visadas como fonte de inovação, que já era tratada por Schumpeter, como o caminho para o desenvolvimento socioeconômico (SCHUMPETER, 1985), especialmente por apresentarem estruturas enxutas e menos rígidas que as grandes corporações, exibindo um ambiente favorável à inovação baseada nas tecnologias emergentes. A partir desse despertar dos pequenos empreendimentos, há um movimento no sentido de construir um ambiente mercadológico atrativo para a inovação e para o desenvolvimento desses negócios.

¹ De acordo com o artigo 170 da CRFB, a ordem econômica tem por fim assegurar a todos, existência digna, de acordo com os ditames da justiça social, devendo ser observados, dentre outros, o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob leis brasileiras e com sede e administração no país. No mesmo viés, o artigo 219 da Carta Magna dá destaque para o incentivo ao mercado interno a fim de viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico. (BRASIL, 1988).

² Segundo Castells a Nova Economia é resultado de uma sociedade em rede, da globalização, possibilitada pelas novas tecnologias. A migração para a Nova Economia significa a migração de uma economia baseada na indústria para uma economia baseada em serviços. (CASTELLS, 2003).

Inseridas nesse contexto é que as *startups*, que surgiram no final do século XX, no Vale do Silício, nos Estados Unidos da América, hoje, se apresentam no Brasil. De acordo com a reportagem publicada no final do ano de 2018, o país já possuía, naquele momento, mais de 62 mil *players*³, e mais de 6 mil *startups* registradas, sendo que esse número está crescendo 20% ao ano (MERCADO..., 2018).

As *startups* consistem em empresas em um estágio inicial, carentes de processos internos e organização, por vezes, carentes de um modelo de negócio claro. Possuem, em sua essência, um caráter inovador, buscam oferecer ao mercado um serviço ou produto disruptivo⁴. Empenham-se na utilização eficiente⁵ dos recursos, trabalhando em um cenário de escassez⁶. Almejam um produto ou um serviço escalável, ou seja, buscam manter os custos operacionais baixos ao mesmo tempo que tal produto ou serviço é facilmente replicado e expandido para outros mercados.

Mas, a característica mais peculiar das *startups* é que estão imersas em um cenário de extrema incerteza, em um ambiente de alto risco dadas as incertezas mercadológicas do serviço ou do produto que elas se propõem a apresentar. Tal aspecto é inerente a essas empresas e decorre de seu escopo inovador, que traz ao mercado um serviço ou produto disruptivo. Por suas particulares características, são elemento fundamental para a inovação, que por sua vez é tida como fonte ao crescimento socioeconômico sustentável de um país.

As *startups* necessitam de capital de terceiros para atingir uma economia de escala na venda de seu produto ou serviço, buscam, portanto, investidores externos para financiar o início de suas atividades. Nessa lógica, enfatiza-se que um dos distintivos principais de uma *startup*, se comparadas às empresas tradicionais, é sua constante e rápida transformação, suas etapas/fases de desenvolvimento, que implicam transformações tributárias, societárias e, conseqüentemente, necessitam de diferentes formas de captação de recursos, que são essenciais para o prosseguimento

³ *Players*, termo em inglês, cuja tradução literal seria “jogadores” são aqui referidos de forma ampla, como empreendedores que participam do mercado.

⁴ Produtos ou serviços disruptivos são aqueles que provocam uma ruptura com os padrões, modelos ou tecnologias já estabelecidos no mercado.

⁵ Eficiência sob o ponto de vista econômico significa produzir, contratar ou adquirir uma mesma quantidade de produto, com menor custo de produção, aquisição ou contratação (VASCONCELLOS, 2000, p. 119).

⁶ Escassez consiste na ideia de que os recursos do mercado são limitados enquanto as necessidades são ilimitadas.

da atividade em cada uma de suas fases. Tudo isso em velocidade nitidamente superior aos negócios tradicionais.

Frente à essa dinâmica, diante da expectativa de obtenção de lucros financeiros robustos, a iniciativa privada vem se organizando com variados modelos de investimentos em *startups*. Atualmente, são apresentados aos *players* de *startups* diversos veículos de captação de recursos, que não os financiamentos convencionais via instituições financeiras. *Love Capital*⁷, Capital Semente (*Seed Capital*)⁸, *Venture Capital*⁹, *Fundos Private Equity*¹⁰, *Equity Crowdfunding*¹¹, dentre outros, são exemplos disso.

As diversas possibilidades de captação de recursos disponíveis aos *players* decorrentes da iniciativa privada, possuem, cada qual, características próprias, assim como suas implicações jurídicas, tanto para o investidor, quanto para a empresa. Nesse sentido destaca-se que, diante da dinâmica desses novos negócios, é o setor privado que detém maiores condições, maior capacidade de investimento e inovação, devendo tomar as rédeas para tornar o Programa Sociedade da Informação realidade (BRASIL, 2000).

Dentre os investimentos advindos da iniciativa privada, destaca-se na presente pesquisa o recurso proveniente da figura do investidor-anjo, que atua justamente na

⁷ Em termos gerais, *Love Capital* seria o capital disponibilizado pela família e por amigos, que de alguma forma acreditam na palavra do empreendedor, ou não se importam ou desconhecem o risco. Esse capital destina-se ao “pontapé inicial” no empreendimento, é menos burocrático, mas pode gerar muito risco uma vez que normalmente está no campo da informalidade. **(As muitas maneiras de investir em startups.** Disponível em: <http://www.contabilidadenatv.com.br/2018/09/as-muitas-maneiras-de-investir-em-startups/>. Acesso em: 8 fev. 2019).

⁸ Capital Semente, por sua vez, é proveniente de fundos de investimentos, nesse contexto entram aceleradoras e incubadoras, normalmente surgem antes mesmo da criação do produto. Segundo a Associação Brasileira de *Startups*, o capital semente é um tipo de financiamento em longo prazo concebido por fundos de investimento. Eles estão em uma camada acima do investimento anjo e podem aplicar até R\$ 5 milhões em negócios que estão em fase de desenvolvimento. (ABSTARTUPS, 2017a).

⁹ O *Venture Capital*, na tradução literal, significa capital de risco. Trata-se de um fundo de investimento que aparece normalmente nos estágios iniciais da empresa, e tem como característica uma atuação mais intensa do investidor que utiliza de sua *expertise* para assessorar a atividade da startup.

¹⁰ Os fundos de *Private Equity*, a exemplo do *Venture Capital*, caracterizam-se como fundos de capital de risco em decorrência do alto grau de incerteza do retorno financeiro positivo ao investimento realizado. A diferença básica entre esses modelos de investimentos é que o primeiro se destina a empresas já maduras, que já geram resultados positivos, enquanto o segundo busca empresas nos primeiros estágios de desenvolvimento, que normalmente ainda não geraram lucro. (BERNARDINO, 2013).

¹¹ O *Crowdfunding* trata-se de uma forma de financiamento colaborativo/coletivo, onde diversas pessoas podem contribuir com o objetivo de viabilizar o desenvolvimento de um projeto, hoje, já regulado pela Comissão de Valores Mobiliários.

fase inicial da *startup*, momento crucial para a manutenção ou não da empresa no mercado.

O investimento-anjo constitui-se um dos mais populares meios de captação de recursos e possui essencial papel a fim de propiciar a manutenção e expansão dos novos empreendimentos diante dos desafios mercadológicos. Tal realidade advém do fato de o investidor-anjo, além de fornecer o capital com o fim de viabilizar o negócio, ainda, trazer consigo a expertise¹², o *networking*¹³, que acabam se tornando tão importantes quanto o próprio capital. Diante de suas peculiares características é também denominado, na expressão em inglês, de *smart-money*, cuja tradução literal é “dinheiro inteligente” (ANJOS DO BRASIL, c2021).

O foco nesse modelo de investimento se justifica pela percepção de que a afinidade de investidores-anjo com as *startups* revela-se peça fundamental para que essas empresas tenham sucesso e possam contribuir para o desenvolvimento socioeconômico do país por meio da inovação inerente às suas atividades, bem como, pelo fato de tal relação não estar apresentando fluidez no cenário interno.

Nesse ponto, evidencia-se o papel do Direito, uma vez que, para concretizar o movimento das *startups*, essencial construção de um cenário regulatório compatível e favorável à inovação, sendo o Direito, ator com papel central, com poder tanto para incentivar como para desincentivar atividades inovadoras.

No cenário mundial, a inovação está entre os 17 objetivos globais para o desenvolvimento sustentável da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas, mais precisamente no Objetivo para o Desenvolvimento Sustentável número 8, que busca promover a inovação, o empreendedorismo e o desenvolvimento de pequenas empresas, visto como forma de alavancar o desenvolvimento socioeconômico (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, c2021).

No panorama regulatório interno, desde 1988, o próprio programa constitucional tenciona, em especial, com as disposições dos artigos 170 e 219 da CF, incentivar o fortalecimento da inovação com o fim de viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, bem como a autonomia tecnológica do Brasil. Nos mesmos termos, a Lei 10.973 de 2 de dezembro de 2004, chamada de Lei de Inovação

¹² O investidor-anjo, em regra, possui experiência no campo do empreendedorismo que poderá ser utilizado pela startup investida para evitar erros e facilitar a trajetória da empresa.

¹³ Além da expertise, o investidor-anjo possui uma rede de contatos que poderá facilitar o relacionamento da startup investida com os demais players do mercado.

(BRASIL, 2004), posteriormente modificada pela Lei nº13.243 de 2016, busca um ambiente propício para o desenvolvimento de atividades inovadoras com a construção de um cenário especializado e cooperativo (BRASIL, 2016b), ideia que foi reforçada por legislações recentes, como a Lei 13.874 de 2019 (BRASIL, 2019) e a Lei Complementar 182 de 2021 (BRASIL, 2021), que dispuseram acerca das garantias de livre mercado e promoção da inovação.

Atentando-se para o cenário jurídico interno, verificam-se diretrizes regulatórias apontando em direção a um ambiente propício à inovação no país, no entanto, constata-se que a eficácia¹⁴ de tais diretrizes ainda está muito distante do quadro perseguido.

De acordo com o Banco Mundial, em pesquisa realizada no ano de 2019, o Brasil está em 124º lugar no quesito facilidade para fazer negócios, de um total de 190 países analisados — muito atrás de vizinhos, como México, Chile e Argentina (DOING BUSINESS, 2019), o que aumenta os custos de transação¹⁵ envolvidos na captação de investimentos pelas empresas brasileiras, dificultando o empreendedorismo e desestimulando a inovação. Por consequência, verifica-se que pelo menos 25% das *startups* nacionais sucumbem com um tempo menor ou igual a um ano; pelo menos 50% sucumbem com um tempo menor ou igual a quatro anos (ARRUDA *et al.*, 2019, p. 9). Portanto, na fase inicial, percebe-se que, uma a cada quatro *startups* perecem.

Tal mortalidade está intimamente ligada à escassez de capital das empresas em seus primeiros anos de atividade, que por sua vez, está relacionada com a falta de incentivos regulatórios ao investimento no país. De acordo com o Ministério de Ciência Tecnologia e Inovação, o grande problema que empresas iniciantes encontram para se estabelecerem no mercado é o acesso ao crédito e a financiamentos (BRASIL, 2000).

Nesse ponto específico, insta mencionar a promulgação da Lei Complementar 155 de 27 de outubro de 2016 (BRASIL, 2016a) que buscou amenizar os riscos do investidor a fim de fomentar a relação com microempresas e empresas de pequeno porte. Apesar das disposições da lei referida, o investidor ainda corria riscos

¹⁴ Eficácia consiste na capacidade de se produzir os efeitos desejados (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 81)

¹⁵ Quando Coase trata dos custos de transação, refere-se aos impedimentos, os obstáculos à negociação, que por sua vez estão relacionados à análise de riscos inerentes. Nesse sentido, quanto menores os custos de transação mais eficiente será a alocação de recursos decorrentes da negociação (MANKIOW, 2006, P. 210-211).

importantes decorrentes da assimetria informacional¹⁶ e da insegurança jurídica do país, que acabam dificultando o aporte financeiro, aumentando os custos de transação envolvidos, ou até mesmo acabam por repelir o investidor.

Os riscos vão desde responder por passivos trabalhistas, fiscais e ambientais, como de ver seu capital sendo alocado de forma diversa da esperada, o que além de possivelmente inviabilizar o empreendimento e lhe causar prejuízo financeiro, pode gerar consequências irreparáveis para sua reputação no ecossistema. Como exemplo, as consequências advindas de atos fraudulentos praticados pela empresa em que investiu.

A recente Lei Complementar 182 de 2021, foi idealizada com o intuito de solver o problema e estreitar os laços entre o investidor e a startup, fomentando o crescimento do ecossistema. Entretanto, no que tange aos incentivos regulatórios, especialmente ao investimento-anjo em *startups*, restringe-se ao estabelecimento de conceitos, definições, seja de *startups*, seja de investimento-anjo e suas modalidades de contratos de aporte de capital. O investimento-anjo ainda sofre com a insegurança jurídica decorrente de possível responsabilização na seara trabalhista, tributária, além de que não haver disposição que trate efetivamente da atividade da *startup* que possa representar incentivos ao investimento-anjo.

O problema que a pesquisa se propõe a solver, portanto, é o da insuficiência regulatória no cenário interno, que ocasiona a falta de incentivos ao investimento-anjo no ecossistema das *startups*¹⁷. Por consequência, a insuficiência de recursos financeiros por parte das *startups* para sobreviverem a um estágio inicial específico de seu desenvolvimento e não sucumbirem no chamado *death valey*¹⁸, destino de quatro a cada cinco *startups*, nos primeiros cinco anos de vida no Brasil (ARRUDA *et al.*, 2019).

As características de transitoriedade e dinamicidade das *startups* demandam, em um primeiro momento, financiamento via capital de risco. Maior parte pelos investidores-anjo (*smart-money*). A importância de uma relação sustentável entre esses dois *players* é essencial para o prosseguimento da empresa.

¹⁷ O ecossistema das *startups* é composto de universidades, aceleradoras, governo, empresas, investidores, que interagem entre si.

¹⁸ *Death valey*, Vale da morte em língua portuguesa (tradução livre), consiste em expressão que traduz o período compreendido entre a criação da empresa até o momento em que o fluxo de caixa passa a ser positivo, com o atingimento do ponto de equilíbrio financeiro.

Frente a esse panorama negativo, ou seja, da ausência de um ambiente regulatório propício para o desenvolvimento da *startup* somado à importância da relação do investidor-anjo com a *startup*, identifica-se a necessidade de se criar alternativas para estimular o investimento-anjo no país. À vista disso, se propõe a seguinte questão como problema de pesquisa: Pode um programa de *compliance* em *startup* representar incentivo econômico ao investidor-anjo para aporte de capital diante da insuficiência regulatória?

Isso posto, parte-se da hipótese inicial de que o programa regulatório de *compliance* pode representar o incentivo normativo e econômico que o investidor-anjo necessita para aportar capital em *startups*, reduzindo a assimetria informacional e os custos de transação em razão do elemento da confiança que esse programa comunica.

Cumprе salientar que, para fundamentar a pesquisa, o trabalho toma como teoria de base a Análise Econômica do Direito e, sobretudo, lida com a perspectiva do investidor, não se detendo, portanto, com outras dimensões sociais e jurídicas para além desta. Isso decorre do fato de, porventura, compreender-se de que os benefícios alcançados pela relação jurídica startup-investidor são capazes de refletir em todos os envolvidos, direta e indiretamente e, sobremaneira, o uso teórico da AED, de igual forma, contribui para estruturar esse alcance, uma vez que, se aplicada, inclui a possibilidade de avaliação dos impactos jurídicos efetivos na vida das pessoas, tornando o sistema mais funcional e eficaz.

Na perspectiva de Posner, a AED compreende “a aplicação das teorias e métodos empíricos da economia para as instituições centrais do sistema jurídico” (POSNER, 1974). Consiste em disciplina que estuda o Direito e suas instituições, tendo como base a racionalidade individual, podendo ser definida como a aplicação da teoria econômica e seus métodos a fim de averiguar os impactos do Direito. É, portanto, a aplicação de uma perspectiva de eficiência às normas jurídicas.

A análise do tema da pesquisa proposta sob a ótica da AED justifica-se no fato de que se busca confirmar ou infirmar a hipótese de que o comportamento econômico do investidor-anjo (investir ou deixar de investir em uma *startup*) será influenciado pela presença ou não de um instrumento jurídico, qual seja, o programa de *compliance*, que transmite a confiança para o fechamento do sistema de incentivos.

Mais precisamente, analisa-se a Teoria dos Custos de Transação de Coase, que elucida no sentido de que os agentes privados podem solucionar os problemas das externalidades entre si, desde que os custos de transação não sejam excessivos. Qualquer que seja a distribuição inicial dos direitos, as partes interessadas sempre podem chegar a um acordo pelo qual todos ficam numa situação melhor (MANKIW, 2006, p. 210-211).

Quando Coase trata dos custos de transação, refere-se, portanto, aos impedimentos à negociação. Quanto menor os custos de transação mais eficiente será a alocação de recursos decorrente da negociação. A hipótese, assim, é que o *compliance* seja a ferramenta jurídica necessária para diminuir os custos de transação nessa relação específica, entre investidor-anjo e *startup*.

O *compliance*, parte de uma regulação interna focada em diminuir os riscos do empreendimento, o que pode significar incentivo para que outros *players* realizem negócios com a empresa, que, com a redução da assimetria informacional podem verificar com maior transparência com quem estão negociando, resultando em uma redução dos custos de transação na concepção de Coase.

Assim, o objetivo geral do trabalho é propor um programa de *compliance* em *startups* para incentivar o investidor-anjo a partir da confiança. Os objetivos específicos são: (i) analisar a atual relação econômico-sustentável existente entre *startups* e investidores-anjo no Brasil, na globalização e, segundo a Agenda 2030; (ii) investigar a falha regulatória que altera a economia dos custos de transação normativo e reflete na falta de incentivo regulatório ao investidor anjo; (iii) analisar o *compliance* e sua efetiva influência na tomada de decisão do investidor e, por fim, (iv) propor um programa de *compliance* em *startups* a fim de diminuir os custos de transação ao investimento-anjo.

Quanto à metodologia, cumpre mencionar que se trata de uma pesquisa, que, quanto à abordagem é qualitativa, quanto à natureza, aplicada, e, quanto aos objetivos, exploratória e descritiva. O método, como consequência é o dedutivo que parte da análise particular, mas, seus resultados alcançam questões gerais e de maior alcance, compreendido como sendo para toda e qualquer *startup* que queira implementar o programa, performando todo o sistema de desenvolvimento. A abordagem é toda realizada sob a perspectiva da Análise Econômica do Direito. Já, as técnicas de pesquisa passam pela coleta de dados e informações em órgãos e

instituições renomadas, realização de pesquisas bibliográficas, nacional e estrangeira. Também se caracteriza como pesquisa documental, realizada a partir de leis, jurisprudências e outras normas.

A pesquisa possui aderência com a linha de pesquisa de Direito e Regulação do Mestrado Profissional do Programa de Pós-Graduação em Direito da Empresa e dos Negócios da Unisinos, vinculado à linha de pesquisa da Professora Orientadora, Dra. Daniela Pellin, qual seja, Direito Regulatório e Desenvolvimento Econômico Sustentável: uma via de mão única na estrutura e na função.

Como resultado da pesquisa, a partir da análise dos objetivos específicos, confirmou-se a hipótese de que um programa de *compliance* pode representar o incentivo normativo e econômico que o investidor-anjo necessita para aportar capital em *startups*, reduzindo a assimetria informacional e os custos de transação em razão do elemento da confiança que esse programa comunica, principalmente se esse programa estiver alinhado às questões de *environmental social and governance*, bem como aos ODS da Agenda 2030 da ONU.

O resultado da pesquisa possui como limite a proposta de estruturação e implementação do programa de *compliance* em *startups*, cabendo à nova pesquisa analisar os impactos após a implementação aqui, construída.

2 A ESTRUTURA DA COMPLEXIDADE SISTÊMICA DO CONCEITO *STARTUP*

O cenário em que estão alocadas as *startups* é o da inovação tecnológica, diferentemente dos formatos das empresas que, ao longo da história, se viu formar e categorizar. Esse tipo de empresa merece, também, que o pesquisador a maneje, a investigue e a categorize com o mesmo ímpeto de inovação, a fim de que o novo seja compreendido pela sua novidade. Trata-se, pois, de um cenário de complexidade sistêmica em um cenário de disrupção, ou seja, para lançar mão do novo se socorre de diversas áreas técnicas e científicas para conseguir chegar o mais perto possível da novidade que os fenômenos estão trazendo para a ciência, a exemplo das *startups* em um ambiente informacional.

Nessa perspectiva, é importante revisar o cenário histórico e científico da inovação para compreender o cerne das *startups*, ponto de partida para a conceituação desses empreendimentos, para tanto, indispensável trazer as definições de Schumpeter acerca desse fenômeno.

Segundo o austríaco, a economia obedece à lógica do fluxo circular, ou seja, a vida econômica transcorre monotonamente, obedecendo a lei da oferta e da demanda, podendo, nesse contexto, haver incrementos na produtividade, decorrentes de aperfeiçoamentos no processo de trabalho e de mudanças tecnológicas contínuas na função de produção, quando o mercado naturalmente exigir aumento na produção diante, por exemplo, do crescimento demográfico. Todavia, essa base tecnológica já é conhecida, incorporada com o tempo na matriz produtiva da economia, portanto, está de acordo com o esperado. Dentro desse fluxo, segundo o economista, não há evolução econômica. A evolução econômica ocorre, verdadeiramente, quando há rupturas e descontinuidades no fluxo circular, tal ruptura consistiria em inovação (SCHUMPETER, 1982, p.47).

Segundo o Instituto Euvaldo Lodi, há três modalidades de inovação:

- i. Inovação incremental consiste na introdução de aperfeiçoamentos em soluções tecnológicas existentes, promovendo a melhoria de parâmetros de eficiência ou qualidade. Muitas vezes é resultado do conhecimento derivado da experiência ou de rotinas produtivas já estabelecidas.
- ii. Inovação radical consiste em “eventos maiores e descontínuos”, ou seja, mudanças revolucionárias de produtos e/ou processos causadoras da “destruição criadora” da trajetória tecnológica prévia. São frequentemente resultantes de esforços de P&D.

iii. Inovação incremental com potencial radical consiste na inovação que está hoje em evolução incremental com uma trajetória evolutiva que indica potencial para mudanças qualitativas que podem ocorrer em partes, segmentos ou estágios das cadeias de valor, cuja acumulação pode trazer um salto descontínuo equivalente a uma inovação radical. (INSTITUTO EUVALDO LODI, 2017, p. 14).

Schumpeter (1985) chamou de destruição criativa o fenômeno de criação de novos serviços, produtos ou novas formas de produzir que acabam por ocasionar o desuso dos anteriores, ou seja, a inovação disruptiva é capaz de transformar todo o processo desenvolvido em obsoleto. Trata-se da obsolescência criativa.

O austríaco atribuiu a inovação a esse movimento disruptivo da destruição criativa, fenômeno imputado a uma categoria especial de pessoas dotadas de energia, inteligência, visões e iniciativas não difundidas entre toda a população, que chamou de empresário inovador, que é responsável por lançar novas combinações¹⁹ na economia (SCHUMPETER, 1982, p.48/50). Historicamente, a inovação radical se deu por meio das revoluções industriais, ou seja, mudanças abruptas e profundas na economia.

No século XVIII, a Primeira Revolução Industrial viabilizou o início da produção mecânica, com o surgimento da máquina à vapor e a construção de ferrovias. A Segunda Revolução Industrial, iniciada no final do século IX, adentrando no século XX, possibilitou a produção em massa, com o advento da eletricidade e da linha de montagem. A Terceira, iniciada na década de 1960, caracterizou-se, especialmente, pelo advento da internet e propiciou o início da construção da intitulada Sociedade da Informação propiciada pela globalização; deu-se vida a uma sociedade em rede, que ligou os mais variados pontos do globo e propiciou o *boom*²⁰ da inovação (SCHWAB, 2016, p. 15-19).

Tal realidade culminou na intitulada Quarta Revolução Industrial que detém características completamente distintas de qualquer outra revolução já vivida. A velocidade, diferentemente de qualquer outra revolução anterior, passa a ser exponencial e não mais linear; a amplitude e profundidade atingem todos os setores: o econômico, dos negócios, da sociedade e dos indivíduos. O impacto da Quarta

¹⁹ Quando trata de novas combinações, Schumpeter se refere ao estabelecimento de uma nova forma de organização da indústria, a aplicação de um novo método de produção; a abertura de um novo mercado; a descoberta de uma nova fonte de matéria-prima;

²⁰ Entendido como desenvolvimento acelerado de uma determinada atividade econômica.

Revolução Industrial é sistêmico, ou seja, transforma sistemas inteiros entre países, empresas, indústrias e sociedade (SCHWAB, 2016, p. 15-19).

Tal conjuntura proporcionou o surgimento de diversas tecnologias, que vêm representando mudanças na forma de produzir, prestar serviços, vender produtos, e sendo experimentadas pela sociedade em velocidade muito superior às mudanças provenientes de períodos progressos, traduzindo transformação em variadas perspectivas do contexto social, diante da fusão e interação nos domínios físicos, digitais e biológicos (SCHWAB, 2016, p.16).

Essas transformações pressionam a indústria tradicional, engessada em um modelo de produção ultrapassado. O fenômeno da destruição criativa identificado por Schumpeter, torna, com maior rapidez, obsoletos os restos do passado, sejam eles produtos, modo de vida ou organizações tecnicamente superados (FERRY, 2015, p.15). Realidade que decorre de nova dinâmica na exigência de constantes transformações, não estando mais presa a arranjos estáveis, característicos das empresas tradicionais (ETZKOWITZ, 2008, p. 5). A sociedade contemporânea é de risco, o que torna necessário “focar nos novos começos, naquilo que está emergindo e nas estruturas e normas futuras” (BECK, 2018, p. 33-35).

Diante desse panorama a inovação passou a representar a única forma de manutenção do sistema econômico capitalista, sendo que a estagnação nas empresas é colapso. De acordo com Schumpeter:

[...] de tempos em tempos a vida econômica apresenta mudanças no sentido de romper com os limites tradicionais até então estabelecidos de produção e comercialização de bens, impondo uma que futuramente se consubstanciará em uma nova tradição (SCHUMPETER, 1985, p.47).

A relação positiva entre inovação e crescimento econômico é entendida, no cenário internacional, como protagonista nas organizações mundiais e dos Estados. A inovação está entre os 17 objetivos globais para o desenvolvimento sustentável da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas, mais precisamente no Objetivo para o Desenvolvimento Sustentável número 8, que busca promover a inovação, o empreendedorismo e o desenvolvimento de pequenas empresas, visto como forma de alavancar o desenvolvimento socioeconômico (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, c2021).

Segundo as Nações Unidas Brasil (2015):

Esta Agenda é um plano de ação para as pessoas, para o planeta e para a prosperidade. Ela também busca fortalecer a paz universal com mais liberdade. Reconhecemos que a erradicação da pobreza em todas as suas formas e dimensões, incluindo a pobreza extrema, é o maior desafio global e um requisito indispensável para o desenvolvimento sustentável. (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, 2015).

Para atingir as metas, exige-se um esforço coletivo, atuando em parceria colaborativa. As medidas propostas são ousadas e transformadoras, mas entende-se que são urgentemente necessárias para direcionar o mundo para um caminho sustentável e resiliente.

Os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e 169 metas demonstram a escala e a ambição desta nova Agenda universal. Eles se constroem sobre o legado dos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio e concluirão o que estes não conseguiram alcançar. Tais buscam concretizar os direitos humanos de todos e alcançar a igualdade de gênero e o empoderamento das mulheres e meninas. Eles são integrados e indivisíveis, e equilibram as três dimensões do desenvolvimento sustentável: a econômica, a social e a ambiental.

O ODS 8, almeja o crescimento econômico *per capita*, um crescimento anual de, no mínimo 7%, do PIB nos países menos desenvolvidos. Para isso, busca aumento de produtividade baseado na inovação, que deverá ser incentivada por meio de políticas orientadas a apoiarem micro, pequenas e médias empresas, inclusive a receberem financiamentos. Combinado a isso, o ODS busca o desenvolvimento sustentável como meta de avançar, até 2030, rumo a melhor utilização dos recursos naturais, a fim de dissociar o crescimento econômico da degradação ambiental (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, c2021).

É no documento decorrente da Cúpula Mundial da Sociedade da Informação, que se depara com o reconhecimento da necessidade de construção de um cenário propício à inovação, a fim de servir de fomento ao desenvolvimento socioeconômico global (COMITÊ GESTOR DE INTERNET NO BRASIL, 2014).

No Brasil, a CRFB de 1988 foi a primeira a tratar do tema. O Capítulo IV da Carta Magna, a partir do artigo 218, trata especificamente da ciência, tecnologia e inovação, definindo como dever do Estado, promover e incentivar a inovação. O programa constitucional tenciona, em especial, com as disposições dos artigos 170 e 219 da CRFB, ao incentivar o fortalecimento da inovação com o fim de viabilizar o

desenvolvimento cultural e socioeconômico, bem como a autonomia tecnológica do Brasil (BRASIL, 1988).

Nos mesmos termos, a Lei 1.973 de 2 de dezembro de 2004, alterada pela lei 13.243 de 11 de janeiro de 2016, chamada Lei de Inovação, persegue um ambiente propício para o desenvolvimento de atividades inovadoras com a construção de um cenário especializado e cooperativo entre empresas, universidades e Governo. Logo, ficam evidenciados os princípios norteadores da legislação, dentre os quais se destaca a promoção das atividades científicas e tecnológicas como estratégicas para o desenvolvimento econômico e social e o incentivo à constituição de ambientes favoráveis à inovação e às atividades de transferência de tecnologia (BRASIL, 2004).

De acordo com o Livro Azul²¹ tanto no cenário interno como no cenário internacional há comunicação de linguagem sistêmica de que a competitividade não está mais atrelada à exploração predatória de recursos naturais e humanos, mas, sim, baseada na inovação e na ideia de desenvolvimento sustentável:

É possível entender o desenvolvimento sustentável como um processo de transformação e de mudança, em contínuo aperfeiçoamento, envolvendo múltiplas dimensões – econômica, social, ambiental e política. Processo essencialmente dinâmico, que apresenta ênfases diversas no tempo e pode trilhar caminhos diferenciados segundo as escolhas de sociedades histórica e geograficamente forjadas. No atual contexto histórico, a inovação emerge como uma das contribuições mais determinantes na busca de um desenvolvimento sustentável efetivo em suas múltiplas dimensões (LIVRO AZUL, 2010, p.27).

É nessa conjuntura de disrupção, imposta pela Quarta Revolução Industrial, *locus das startups*, que emergem empresas que promovem destruição criativa e buscam se adaptar à tal realidade de mercado.

A *startup* é fenômeno organizacional que surge no epicentro do mercado contemporâneo de *venture capital*²², nascido em território norte-americano no pós-Segunda Grande Guerra. O conceito *startup* se popularizou na década de 1990, mais

²¹ O Livro Azul faz parte de um projeto capitaneado pelo Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, que busca o desenvolvimento socioeconômico sustentável do Brasil através da inovação, ciência e tecnologia. O documento apresenta diretrizes para a superação dos desafios da política de ciência, tecnologia e inovação para que ela se torne uma política de Estado. O documento é datado do ano de 2010 e busca dar continuidade ao projeto que teve início no ano de 1985 pelo Ministério da Ciência e Tecnologia.

²² *Venture capital*, cuja tradução literal é “capital de risco”, também chamado de capital empreendedor, trata-se de modalidade de investimento em empresas inovadoras recentes e com grande potencial de crescimento.

especificamente, a partir do início da bolha da internet²³ nos Estados Unidos (SPENCER, 2008).

Trata-se de jovem empresa trabalhando com ideias inovadoras e escaláveis, em condições de extrema incerteza. Enquanto a empresa tradicional executa um modelo de negócios já existente, a *startup* busca um modelo novo.

Para Ries (2012, p. 275) *startup* seria uma empresa ou instituição humana que se desenvolve nos mais diversos ramos de atividades em ambiente de extrema incerteza, tendo, em sua essência, a inovação de produto ou serviço para apresentar ao mercado.

Pode-se afirmar que o movimento das *startups*, no Brasil, é recente. Segundo a ABSTARTUPS (c2021), tem-se que:

Em 2011, as startups eram novidade no Brasil. Ninguém falava delas e algumas pessoas em lugares diferentes começaram a perceber isso. Aos poucos as pessoas em Mato Grosso do Sul, Belo Horizonte, Rio de Janeiro e todo o Brasil foram se conectando para expandir um movimento que ainda estava nascendo.

No mesmo sentido a Associação Brasileira de *Startups* apresenta o seguinte conceito (ABSTARTUPS, c2021):

Startup é uma empresa que nasce a partir de um modelo de negócio ágil e enxuto, capaz de gerar valor para seu cliente resolvendo um problema real, do mundo real. Oferece uma solução escalável para o mercado e, para isso, usa tecnologia como ferramenta principal.

A legislação brasileira começou a tratar de *startups* nos últimos anos, com a Lei Complementar nº167 de 2019 e o Projeto de Lei 249 de 2020, que alterou a Lei Complementar de nº 123/06. Em se tratando de conceituação jurídica de *startups*, cumpre mencionar que o que se têm são conceitos recentes no Brasil, passíveis de lapidação, mas que merecem, aqui, ser destacados.

De acordo com o parágrafo primeiro do artigo 65-A da Lei Complementar 123 de 2006, incluído em 2019 pela Lei Complementar nº167:

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

²³ A bolha da Internet ou bolha das empresas ponto com foi uma bolha especulativa que ocorreu aproximadamente de 1994 até 2000, caracterizada por uma forte alta das ações das novas empresas de tecnologia da informação e comunicação baseadas na Internet.

relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam startups de natureza disruptiva. (BRASIL, 2019)

Já, no parágrafo segundo do mesmo artigo, fica, assim, compreendido o conceito em sua completude e complexidade proposto pelo capítulo (BRASIL, 2019):

§ 2º As **startups** caracterizam-se por desenvolver suas inovações em condições de incerteza que requerem experimentos e validações constantes, inclusive mediante comercialização experimental provisória, antes de procederem à comercialização plena e à obtenção de receita.

O ambiente jurídico brasileiro das *startups* se apresenta em estado de edificação. A pressão sobre o ecossistema rumo à criação de ambiente com mais segurança jurídica vem pressionando o Estado que, aos poucos, começa a se manifestar.

Nesse ponto, importante referir a recente promulgação da Lei Complementar 182 de 2021, decorrente do Projeto de Lei Complementar 249/2020, de autoria do Poder Executivo, destinado a estabelecer o Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador. A referida lei complementar apresenta um avanço da regulação das *startups* no Brasil, conceitua *startup* em seu artigo 3º da seguinte maneira:

Art. 3º São consideradas *startups* as organizações empresariais, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados (BRASIL, 2021).

No mesmo viés, a CVM, por meio da Instrução Normativa nº 626, de 15 de maio de 2020, que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório), destinada a *startups* atuantes no mercado financeiro, trata o modelo de negócio inovador das *startups* como atividade que, cumulativamente ou não, utiliza tecnologia inovadora ou, faça uso inovador da tecnologia, desenvolva produto ou serviço que ainda não seja oferecido ou com arranjo diverso do que esteja sendo ofertado no mercado, e tenha o potencial de promover ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos e serviços do mercado de valores mobiliários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2020).

Diante desse plexo conceitual trazido, a *startup* caracteriza-se como uma organização empresarial, no entanto, há características que distinguem esses empreendimentos das empresas tradicionais. No que concerne a tais peculiaridades,

constata-se que as *startups* possuem fundação recente, e detêm como atividade principal um serviço ou produto inexistente no mercado, facilmente repetível, de fácil replicação, com potencial de aumento rápido de receita com o crescimento de custos bem mais lento, ou seja, um negócio escalável. Além disso, atuam em um ambiente de extrema incerteza uma vez que há chances de o negócio não prosperar diante de sua novidade, assim como há chances de ser muito lucrativo por ser único no mercado.

As *startups* estão intimamente ligadas ao conceito de agilidade e flexibilidade; possuem estruturas enxutas, com baixa burocracia, se comparadas com as empresas tradicionais; iniciam-se com pouco capital, seja pela ausência de condições financeiras de seus fundadores, seja pelo alto risco atinente aos resultados do empreendimento; são adaptadas, portanto, à dinamicidade da Quarta Revolução Industrial.

No que concerne ao mercado brasileiro, segundo a ABSTARTUPS (2017c), 63% das *startups* brasileiras possuem até cinco pessoas; 49% compostas, tão somente, pelos sócios, o que demonstra o perfil enxuto desses novos negócios.

Quanto à variável do tempo de constituição das *startups* brasileiras, 46%, tem, até, dois anos de constituição, portanto, empresas recentes. Ainda, 69% das *startups* brasileiras têm faturamento abaixo de R\$50.000,00 e 41% estão buscando escalar o seu negócio, o que certifica a imprescindibilidade de capital de terceiros para a empresa atingir seus objetivos e vencer etapas de seu desenvolvimento (ABSTARTUPS, 2017c).

Frente à tais particularidades, possuem fases evolutivas distintas das empresas tradicionais até chegarem ao seu objetivo final, momento de eventual abertura de capital (CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES, 2004). Pelo SEBRAE, às *startups* apresentam percurso de desenvolvimento em três principais fases: a ideação, a operação e a tração.

A etapa de ideação consiste no momento de prototipagem, fase em que o produto ou serviço começa e ser desenvolvido em busca de uma MVP²⁴ a ser apresentado no mercado. Nessa etapa o recurso financeiro inicial advém do próprio

²⁴ *Minimum Viable Product* (MVP) – é a versão simplificada de produto final de uma [startup](#). A partir dela, o empreendedor vai oferecer o mínimo de funcionalidades com o objetivo de testar o encaixe do produto no mercado (Ries, 2012).

empreendedor, amigos, familiares, é o chamado *Love Capital*. Além disso, é possível utilizar apoio de aceleradores e incubadoras; normalmente não há lucro, uma vez que está na fase inicial de construção do próprio modelo de negócio (SEBRAE, 2017).

A segunda etapa: a operação; momento de validação, em que há um mínimo de produto viável a ser testado no mercado; há evidente necessidade de capital de terceiros, além da necessidade de conquistar o mercado com o intuito de viabilizar a obtenção de retorno financeiro. Nesse estágio, surge o ator peça chave do presente estudo, o investidor-anjo, que trará à empresa, além de capital para que se inicie uma relação mais intensa com o mercado, a experiência, o *networking*²⁵ cada vez mais essencial para o sucesso do empreendimento (SEBRAE, 2017).

Por fim, na etapa de tração, será consequência do sucesso da empresa nas etapas anteriores, um momento de explosão da empresa e, conseqüentemente, são necessários aportes de capital em montantes mais robustos. Nesse estágio, entram em ação, fundos de investimento que não, necessariamente, excluíram o investidor-anjo, o qual poderá permanecer participando do empreendimento de acordo com as regras pactuadas com os sócios da *startup* (SEBRAE, 2017).

A consequência lógica da *startup* de sucesso é adentrar na etapa de saída que consiste na abertura de capital, com sua transformação em Sociedade Anônima. Nessa etapa, se estará diante de uma empresa consolidada e regida com uma legislação própria, o que lhe trará muito mais segurança jurídica do que em suas fases iniciais por não estar mais em um ambiente de extrema incerteza.

Há de se mencionar, ainda, a possibilidade de venda da *startup* em qualquer fase de seu desenvolvimento, o que pode ocasionar um caminho diverso deste aqui trazido, quando, por exemplo, uma *startup* é incorporada por uma empresa tradicional.

No Brasil, registra-se, atualmente, a existência de 13.400 *startups* distribuídas nas mais diversas áreas de atuação e esse número cresce cerca de 26,75% ao ano (STARTUPBASE, c2021). Trata-se, portanto, de mercado em franca expansão que merece atenção especial uma vez que contribui diretamente para o desenvolvimento socioeconômico do país. Nesse sentido, Nakagawa destaca que as *startups* geram

²⁵ *Network* é um termo que vem do inglês, que significa rede de relacionamentos ou rede de contatos. *Networking* trata-se da atividade de cultivar uma rede de pessoas que trocam informações e conhecimentos entre si.

mão de obra qualificada, recolhimento de impostos, fomentam a competitividade e, principalmente, promovem a inovação (NAKAGAWA, 2008, p. 14).

Uma vez compreendido o conceito estruturante da *startup*, mister seja conhecido o cenário de sua atuação, a sua funcionalidade sistêmica, cuja somatória conceitual traz à pesquisa, perspectiva clara sobre o problema que vem sendo enfrentado acerca da segurança regulatória necessária para atrair investidor-anjo no aporte de capital e, com isso, o programa constitucional poder alavancar, sobremaneira. Nesse sentido, o ecossistema que alberga uma proposta de *startup* ocupa protagonismo no aprimoramento das fases de desenvolvimento. É o que a pesquisa passa a investigar, sendo este, um dos objetivos específicos.

3 O FUNCIONAMENTO DO SISTEMA NACIONAL DE INOVAÇÃO E O ECOSISTEMA DAS *STARTUPS*

A *startup* é fruto da nova dinâmica de mercado alicerçada pela inovação. O entendimento de tal fenômeno passa, necessariamente, pela compreensão do sistema onde estão inseridas e os *stakeholders*²⁶ afetados pela sua estrutura e funcionalidade (LUHMANN, 1997).

No caso das *startups*, imprescindível a assimilação do sistema nacional de inovação para, então, compreender o ecossistema que envolve empresas, governo, universidades, aceleradoras, incubadoras, investidores, consumidores e o ambiente jurídico, o qual regula a interação entre todos os atores do mercado, caracterizando, sobremaneira, então, o ecossistema.

O conceito de sistema de inovação começou a ser desenvolvido ao longo dos anos 90 e recebeu a contribuição de diversos autores. Freeman (1995) o definiu como um conjunto de atores, de instituições e de mecanismos que contribuem para a difusão da inovação, dentre os quais se destacariam as firmas e seus laboratórios de pesquisa e desenvolvimento, o governo, a estrutura do sistema financeiro, as universidades e a legislação.

Por sua vez, Etzkowitz e Brisolla (1999) desenvolveram a teoria conhecida como a Hélice Tripla, que representa a dinâmica da inovação envolvendo três atores: universidade, iniciativa privada e governo, tratando-os como três pás de uma mesma hélice propulsora da inovação. *A Hélice Tripla é tratada como modelo universal de inovação, consistente no segredo por trás do desenvolvimento de fenômenos como o das startups do Vale do Silício.* A Hélice Tripla consiste no processo de desenvolvimento contínuo, cuja meta é criar um ecossistema propulsor da inovação e do empreendedorismo. Este é, sobretudo, o modelo adotado pelo Brasil mediante a edição da Lei de Inovação de nº 13.243/16 (BRASIL, 2016b).

A representação gráfica da Hélice Tripla exprimi a teoria de Etzkowitz demonstra a interação entre os três atores capaz de gerar pontos de convergência de interesses e alinhamento de iniciativas, responsáveis por fomentar a inovação, senão veja-se:

²⁶ *Stakeholders*, são as partes interessadas, afetadas, direta ou indiretamente, positiva ou negativamente por uma atividade.

Figura 1 – Hélice Tripla



Fonte: ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO, 2020.

Tal teoria parte da concepção de que a inovação possui estrutura teórica advinda da indústria, mas, fortalecida com a inclusão do papel do governo que conecta inovação e empreendedorismo à universidade; por sua vez, passa a ter papel direto na inovação. A interação entre os três atores é entendida como fundamental para a criação de recursos à inovação e ao empreendedorismo. Isso não significa dizer que são esses três os únicos atores que devem participar do sistema de inovação, muito embora, sejam chaves, seguem acompanhados de diversos outros, coadjuvantes.

Diante dessa lógica, os países foram desenvolvendo seus sistemas nacionais de inovação com o intuito de fortalecer as interações entres os protagonistas. A teoria foi sendo disseminada de forma gradual, gerando primorosos frutos, gerando conhecimento e inovação, promovendo crescimento econômico, até mesmo, em países emergentes em todo o mundo (PELLIN, 2019, p. 43).

O Brasil, desde 2004, vem edificando sistema tecnocientífico voltado a impulsionar o desenvolvimento por meio da inovação, unindo forças das universidades, com empresas e governo promovendo conhecimento e incentivo econômico, essencialmente com a promulgação da Lei da Inovação de nº 13.243/2016 (PELLIN, 2019, p. 25).

No cenário interno, consoante a ANPEI (2019), a inovação é tida como condição primordial para estimular o desenvolvimento das nações, sendo que a maneira como cada país determina a atuação de suas instituições é essencial na medida em que propicia ambiente mais auspicioso para a consolidação da inovação. À vista disso, o Sistema Nacional de Inovação consiste em atividades e interações que visam difundir novas tecnologias articuladamente com papel fundamental.

Albuquerque (1996) enquadrrou diversos países em três categorias, de acordo com o desenvolvimento de seus respectivos Sistemas de Inovação. Na primeira categoria estão os países que detêm sistemas de inovação maduros, capazes de manter o país na fronteira tecnológica e na liderança da produção científica mundial. Nessa categoria o autor coloca os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão.

A segunda categoria engloba países, cujos sistemas de inovação possuem função de difusão de inovações absorvidas dos centros mais avançados. Nessa categoria classifica a Suécia, a Dinamarca e a Holanda.

Já na terceira categoria, relaciona países cujos sistemas de inovação ainda não estão consolidados. De acordo com Albuquerque, “são países que construíram sistemas de ciência e tecnologia que não se transformaram em sistemas de inovação” (1996, p.58). Segundo o autor, os países desta categoria dependem fundamentalmente do acesso à tecnologia estrangeira. Nessa última categoria é que o autor coloca o Brasil e Argentina, por exemplo.

De acordo com Cai, a dificuldade de consolidação da Tríplice Hélice em países emergentes decorre do fato de que as próprias instituições envolvidas, empresas, universidades e governos estarem inseridos em sistema ainda em construção. Assim, aduz que para dar maior efetividade à Tríplice Hélice, deve-se observar uma construção além da economia, visando o desenvolvimento social (CAI, 2013).

A classificação sugerida por Albuquerque, propondo a dependência do Brasil da tecnologia dos países desenvolvidos, revela a dificuldade de o país fomentar a inovação interna. A análise do sistema nacional de inovação brasileiro merece uma investigação minuciosa a fim de não gerar conclusões fantasiosas, a nação aparece como um dos países mais empreendedores do mundo ao passo que em relação à inovação, como cientificamente é tratada, pouco ocorre.

Segundo dados do *Global Entrepreneurship Monitor* (2019), na última pesquisa publicada acerca do empreendedorismo no Brasil, constatou-se que no ano

de 2019, a taxa de empreendedorismo inicial, no país, atingiu 23,3%, a maior já registrada. Consoante o levantamento, estima-se que cerca de 53,4 milhões de brasileiros estariam envolvidos em alguma atividade empreendedora.

Tal taxa de empreendedorismo inicial²⁷ representa a 4ª maior dos 55 países que participaram do levantamento; marca superior aos Estados Unidos da América e Alemanha, por exemplo. Tais dados indicam que o Brasil se traduz em um país empreendedor; possui uma taxa de empreendimentos iniciais, inclusive, maior que a média mundial.

Não obstante, o despertar do Brasil para a inovação e para a formação de um Sistema Nacional de Inovação é incipiente, a organização envolvendo governo, universidades e iniciativa privada começou a ser aprofundada com a Lei 10.973/04, que buscou construir um ambiente de parceria entre as empresas e ICTS, com o objetivo de aproximá-las e estimular a cultura da inovação (BRASIL, 2004). Tal legislação foi aprimorada com o advento da Emenda Constitucional nº 85/15, cujos principais eixos são: estabelecer a política de estímulo à ciência, tecnologia e inovação como política de estado; adoção do termo inovação em conjunto com ciência e tecnologia como indicador de integração necessária com a iniciativa privada; adoção da teoria da Hélice Tríplice de Etzkowitz; e descentralização de poderes para fins de densificação regulamentar, local e regional, do sistema de C,T&I (BRASIL, 2015).

Após a emenda constitucional 85/15 o país avançou. No ano de 2016, passou a vigorar a lei nº13.243/16, que buscou a desburocratização do Sistema Nacional de Inovação com o intento de promover um ambiente mais favorável à inovação. O Novo Marco Legal de CT&I, como também foi denominado, tencionou estímulo à construção de ambientes especializados e cooperativos de inovação, aproximando empresa e universidade com criação de parques, polos tecnológicos, incubadoras; também, a maior participação do governo, por meio de políticas públicas, incentivos fiscais, previsão de investimento em pesquisa e desenvolvimento em contratos de concessão de serviços públicos, bem como por meio de financiamentos e compras públicas (BRASIL, 2016b).

²⁷ Considera-se empreendedorismo negócios com até 3,5 anos de existência.

Em que pese o esforço regulatório, a recente pesquisa de inovação apresentada pela PINTEC²⁸ cujo período analisado é o triênio 2015-2017, evidenciou o recuo da atividade inovativa no país. A taxa de inovação regrediu de 36,0% do triênio anterior, para 33,6% no momento da pesquisa, demonstrando as dificuldades das empresas para realizar inovação. A intensidade de dispêndio em atividades inovativas caiu para 1,65%, representando a terceira queda consecutiva nas edições da PINTEC. A pesquisa ainda evidenciou que o maior obstáculo para inovar foram os riscos econômicos para inovar, seguido de elevados custos da inovação, falta de pessoal qualificado e escassez de fontes de financiamento (INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, 2017).

Portanto, ainda que o país se caracterize como empreendedor, constata-se baixa capacidade inovativa. O Sistema Nacional de Inovação brasileiro é recente e, ainda, não se mostra eficiente para propiciar ecossistemas de inovação sólidos, inclusive, vem gerando uma diminuição da atividade inovativa nos últimos anos.

Nesse contexto estão inseridas *startups* brasileiras que buscam a concretização de ecossistema capaz de atender às suas peculiares necessidades. Nesse sentido, vale ressaltar que, é a partir da configuração específica da Hélice Tríplice, que surgem os ecossistemas que levam em conta as peculiaridades do ambiente onde se situam.

O ecossistema consiste em fenômeno de segunda ordem enquanto é de primeira ordem o sistema, o modelo de interações entre iniciativa privada, governo e universidades. O que quer dizer que apesar da configuração inicial do sistema de inovação seja a comunhão de esforços e atuação interdependente de iniciativa privada, universidades e empresas, que no Brasil foi consolidada pela Lei 13.243/2016. O ecossistema advém da Tríplice Hélice, e a partir daí ramifica-se com combinações específicas com outros atores, como investidores-anjo, incubadoras, aceleradoras, legislações específicas, dentre outros, no caso das *startups*.

O diálogo entre *startups* e protagonistas do SNI, empresas, universidades e governo vem sendo mapeado com o fim de identificar diretrizes à consolidação do ecossistema baseado em ambiente normativo auspicioso.

²⁸ PINTEC consiste em uma pesquisa que cobre os setores da indústria, serviços, eletricidade e gás. Tem como objetivo o levantamento de informações para a construção de indicadores nacionais sobre as atividades de inovação empreendidas pelas empresas brasileiras. É conduzida a cada três anos pelo IBGE.

No que tange ao papel das empresas, consoante estudos recentes da ABSTARTUPS (2017c), são o principal consumidor de produtos ou serviços comercializados pelas *startups* representando 75% do total:

Figura 2 – Perfil dos clientes de *startups*



Fonte: ABSTARTUPS (2017c).

O expressivo percentual demonstra o engajamento entre as empresas estabelecidas e as *startups*. Tal realidade não advém, entretanto, de nenhuma fonte moral, solidária, mas da concepção de inovação aberta, consistente forma de as empresas, reduzindo os custos de transação, investirem em pesquisa e desenvolvimento (P&D); inovação através de *startups* com geração de vantagens competitivas.

Nesse ponto a Teoria dos Custos de Transação, ao enfatizar as dimensões intertemporais da coordenação das atividades econômicas, sob a ótica transacional, explica tal fenômeno, na medida em que permite analisar de que maneira novas formas de organização econômica, nesse caso, *startups* acopladas à empresas tradicionais, podem gerar vantagens competitivas sobre rivais existentes ou potenciais (PONDÉ, 1993).

Enquanto a *startup* traduz-se em jovem empresa trabalhando com produto ou serviço inovador e escalável, em condições de extrema incerteza, a empresa tradicional executa um modelo de negócios já existente, testado, previsível. A corporação tem recursos, escala, energia e rotinas necessárias para executar um

modelo de negócios comprovado com eficiência²⁹. A *startup* não detém nenhuma dessas opções, mas, ordinariamente, possui ideias promissoras, agilidade organizacional, apetite ao risco e aspirações de crescimento rápido, sobretudo, espaços de mercado ainda não ocupados e não disputados.

Diante desse cenário Weiblen e Chesbrough (2015) concebem que *startups* e empresas de grande porte podem trabalhar em comunhão de esforços equilibrando velocidade e agilidade em face de controle e direção estratégica, com o fim de buscar inovação. Para a empresa, o benefício seria: gerar inovação à baixo custo; sem necessidade de grandes investimentos em P&D. Para a *startup*, capital, estrutura para desenvolvimento da atividade e contatos, fatores que elevam sobremaneira a probabilidade de perdurarem no mercado.

Chesbrough (2003) define como inovação aberta (*open innovation*)³⁰ a ação conjunta de várias fontes no processo de inovação; que utiliza ao mesmo tempo, as competências internas da empresa, não só para realizar P&D, como para procurar, selecionar e acessar oportunidades e ativos externos à empresa. Este modelo enxerga a inovação como o resultado da formação e atuação de redes de colaboração sistemáticas – não apenas pontuais – que ofereçam conhecimento, ideias e patentes para a geração de novos produtos e processos.

Assim, avista-se que *startups* têm potencial de representar uma parceria estratégica para grandes empresas manterem-se competitivas diante da dificuldade e dos custos de inovar internamente. Em contrapartida, as *startups* enxergam grande oportunidade de obtenção de recursos e estrutura para desenvolvimento do negócio, sem falar em todo o respaldo advindo da parceira.

Diversas são as possibilidades de ambas se relacionarem, com aporte de capital pela grande empresa, que atuaria como investidora, ou tão somente com a disponibilização do ambiente para a *startup* como prescrito na Lei de Inovação, algo mais próximo a uma incubação.

²⁹ Eficiência sob o ponto de vista econômico significa produzir, contratar ou adquirir uma mesma quantidade de produto, com menor custo de produção, aquisição ou contratação (VASCONCELLOS, 2000, p. 119).

³⁰ A inovação aberta **tem o papel de acelerar o processo de inovação dentro das organizações**, uma vez que é expandido os limites das companhias tornando acessível e didático os recursos e ideias internas com colaboradores externos, ao mesmo tempo de reduz os custos com P&D e geram vantagem competitiva.

Inegável, portanto, a contribuição do engajamento entre *startups* e grandes empresas para a concretização do SNI e, conseqüentemente, para o fomento da inovação. Tal relação interage e possui conexão de interdependência com demais combinações.

As universidades, desde Bolonha, no ano de 1088, sofreram um processo histórico de consolidação de três missões centrais. Inicialmente, possuíam a missão básica de ensinar, no sentido de transmitir conhecimento posto. Apenas no século IX, sofreram o incremento da missão de promover a pesquisa, ou seja, gerar conhecimento a partir da investigação e, somente no século XX, sobretudo, nos EUA, é que foi acrescentada a importante missão de inovar, com o intuito de atuar como vetor do processo de desenvolvimento econômico e social. A concretização da terceira missão vem se dando por meio de pesquisas, criação de incubadoras³¹, parques tecnológicos³² e aceleradoras³³ que fomentam o surgimento de *startups* e dão apoio ao seu desenvolvimento, configurando papel protagonista neste cenário de desenvolvimento.

O engajamento das empresas e universidades com *startups*, entretanto, dependem de projeto de Estado congruente, sob pena de resultarem esforços ineficientes.

No cenário interno, com a análise do artigo 219 da CRFB, percebe-se que é tarefa do Estado desenvolver políticas públicas e regulação que estimulem o ambiente de negócios; voltado à constante modernização das relações no campo econômico e social, especialmente para tornar a atividade produtiva dinâmica e inovadora (BRASIL, 1988). No mesmo sentido, busca incentivar as atividades de pesquisa, extensão e

³¹ A incubadora consiste em um ambiente planejado e protegido voltado à desenvolver empreendimento inovadores. Na incubadora são oferecidos apoios técnicos, assessorias voltadas à áreas de gerência contabilidade, jurídica, financeira além do ambiente físico (ABSTARTUPS, 2017b).

³² Os parques tecnológicos possuem espaços físicos definidos, uma gestão e governança específica, hospedam, criam e desenvolvem tipos específicos de empresas (selecionadas), suportam seu próprio crescimento e competitividade com autonomia, oferecem serviços de valor agregado com Universidades e Centros de Pesquisa.

³³ Aceleradora são empresas que podem estar atreladas ou não à uma universidade e que desenvolvem programas de aceleração que auxiliam com o processo do novo empreendimento, fornecendo uma pequena quantidade de capital, espaço de trabalho, oportunidades de *networking* e mentoria com empresários, advogados, pessoal técnico, investidores anjo, capital de risco, ou mesmo executivos de empresas. Em contrapartida as aceleradoras exigem uma porcentagem da empresa (COHEN, 2013). As aceleradoras buscam *startups* em um nível razoável de maturidade, normalmente mediante um processo de seleção que analisará a viabilidade do negócio, potencial de escalabilidade, dentre outros fatores.

estímulo à inovação realizadas por universidades por meio de apoio financeiro, consoante disposição do §2º do artigo 213 (BRASIL, 1988).

O apoio do Estado nesse sentido é essencial para incentivar o ecossistema e seus atores; é essencial para o desenvolvimento das *startups*. Além disso há a possibilidade de o próprio Estado figurar como cliente da *startup* efetuando compras públicas, ou como cofinanciador. Nesse sentido, é a redação do parágrafo único do artigo 219-A da CRFB, incluído pela Emenda Constitucional nº85 de 2015. Nele está prevista a possibilidade de os entes federativos firmarem instrumentos de cooperação, sejam com entidades públicas, sejam com entidades privadas, para a execução de projetos de pesquisa, de desenvolvimento científico e tecnológico e de inovação, mediante contrapartida financeira (BRASIL, 1988).

A Lei 10.973/04, prevê a possibilidade de utilização do poder de compra do Estado para fomento da inovação no inciso XIII, do artigo 1º; a autorização aos referidos entes para conceder recursos para a execução de projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação às ICTs ou, diretamente aos pesquisadores a elas vinculados, seja por termo de outorga, convênio, contrato ou instrumento jurídico assemelhado, conforme *caput* do artigo 9-A. (BRASIL, 2004).

A própria Lei de Inovação, Lei nº10.973/04 alterada pela Lei nº13.243/16, reconhecendo a Hélice Tríplice, menciona em sua redação, a abrangência dos incentivos às empresas privadas, ao inventor independente, à universidade e expressa o intuito de promover a construção de ambientes especializados e cooperativos de inovação.

Ainda nesse viés, a Lei nº13.874 de 20 de setembro de 2019 (BRASIL, 2019), intitulada de Lei da Liberdade Econômica busca promover o investimento e a inovação, estabelecendo normas de proteção à livre iniciativa ao livre exercício de atividade econômica e coibindo a Administração Pública de promover o aumento dos custos de transação sem demonstração de benefícios, bem como exigindo uma análise de impacto regulatório em propostas de edição e alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômico ou de usuários de serviços prestados, o demonstra o intuito de não travar o movimento inovativo.

Recentemente a Lei Complementar 182 de 1º de junho de 2021 (BRASIL, 2021), no mesmo sentido, busca aproximar empresas tradicionais e *startups*, na medida em que permite que as obrigações de investimento em pesquisa,

desenvolvimento e inovação, decorrentes de outorgas ou delegações firmadas por meio de agências reguladoras sejam cumpridas com aporte de capital em *startups*, conforme dispõe seu artigo 9º. Assim como dispõe sobre a melhor utilização do poder de compra do Estado para fomentar as atividades inovadoras, conforme disposição do artigo 12.

Todas as disposições legais aqui trazidas, traduzem o desejo nacional de consolidação do SNI e, conseqüentemente, a promoção de ecossistemas inovativos capazes de trazerem autonomia tecnológica ao país. Tal aspiração depende de programa de Estado, como já referido, e que, se bem articulado, atrairá investimentos, não só advindos do próprio país, como investimentos estrangeiros.

4 **STARTUPE INVESTIMENTO-ANJO: IDENTIFICANDO O PROBLEMA DOS (DES) INCENTIVOS REGULATÓRIOS**

Destaca-se nesse ponto que as *startups* possuem diversos veículos de captação de recursos provenientes da iniciativa privada que não os financiamentos convencionais provenientes de instituições financeiras. Cumpre referir que as peculiaridades desses novos empreendimentos inviabilizam a concessão de crédito tradicional por meio de bancos, tal afirmação advém do fato de não haver histórico a ser apresentado pelo empreendedor que possa ser analisado pela instituição financeira a fim de mensuração do risco; não há faturamento considerável, inexistem garantias reais, não há certeza de que o modelo de negócio é viável. Assim, dificilmente a empresa conseguirá o capital que necessita dessa fonte.

Os investimentos que apresentam grande potencial de retorno e alto risco são conhecidos mundialmente pelo termo *Venture Capital*³⁴. Esse tipo de capital de risco, advindo da iniciativa privada, surge como peça fundamental ao ecossistema, viabilizando o empreendimento e aumentando o potencial inovativo e econômico, pois aposta no empreendimento; aporta valores em troca, geralmente, de participação social, o *Love Capital*, *Capital Semente (Seed Capital)*, *Venture Capital*, *Fundos Private Equity*, *Equity Crowdfunding*, dentre outros, são exemplos disso, dentre eles o investidor-anjo, figura central do presente estudo.

O capital de risco possibilitou o desenvolvimento de ecossistemas inovativos importantíssimos nos EUA, como na região de Boston e Vale do Silício.

No cenário interno, já no ano de 2000, com a edição nacional do Livro Verde da Sociedade da Informação, *locus* de definição da Nova Economia (TAKAHASHI, 2000) reconheceu-se o problema do acesso ao crédito e a importância do capital de risco para a inovação:

As tecnologias de informação, particularmente com o advento da Internet, têm propiciado o surgimento de negócios de natureza totalmente inovadora no ramo de serviços, resultando na criação de novas empresas. Um dos grandes problemas que as empresas assim criadas encontram para se estabelecerem no mercado é o acesso a crédito e financiamento. Para o financiamento de pequenas e médias empresas de base tecnológica, aportes sucessivos de capital de risco mostram-se especialmente adequados, uma vez que não geram obrigações de curto prazo para as empresas, não exigem garantias e

³⁴ Capital de risco. No Brasil são utilizados, ainda, os termos capital de risco e capital empreendedor. (Tradução livre)

permitem uma remuneração ao investidor compatível com o risco dos empreendimentos, normalmente auferida quando da oferta pública das ações em bolsa (TAKAHASHI, 2000, p. 21).

No país, entretanto, o capital de risco é regulado pela legislação brasileira em nítido descompasso com a realidade do ecossistema. Nesse sentido, constata-se que, apesar de a Lei Complementar 167, do recente ano de 2019, buscar apresentar incentivo fiscal para investidores, especialmente em se tratando de *startups*, de a Lei Complementar 155/2016, introduzir o instituto do investidor-anjo formalmente no país, buscando, minimamente, regulá-lo, trazendo disposições que pretendem diminuir o risco da atuação e da Lei Complementar 182, de 1º de junho de 2021, que buscou representar o Marco Legal das Startups, disciplinar formas de investimento, o capital de risco ainda navega sobre águas turbulentas.

Assim, diante da relevância do elo específico entre o investidor-anjo e a *startup* e de tal relação para o desenvolvimento e concretização da inovação, passa-se a analisar a regulação existente no país e seus efeitos.

Para a consolidação do ecossistema, a relação econômico-sustentável entre *startups* e investidores mostra-se peça-chave, visto ser o capital de terceiros imprescindível para tracionar o empreendimento e evitar que pereça. Por sua vez, o investimento-anjo, dentre as modalidades de capital de risco, detém peculiaridades importantes por apresentar-se como escudo e alavanca da *startup* considerando que proporciona possibilidade de a empresa reduzir custos transacionais, além fornecer o capital para o crescimento nos primeiros passos. Uma relação fluida entre esses atores é fundamental.

Para Anjos do Brasil (c2021), o investimento-anjo trata-se de “investimento efetuado por pessoas físicas com capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (as *startups*)”. Tal modalidade de investimento tem as seguintes características:

1. É efetuado por profissionais (empresários, executivos e profissionais liberais) experientes, que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos além dos recursos financeiros, por isto é conhecido como *smart-money*.
2. Tem normalmente uma participação minoritária no negócio.
3. Não tem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como um mentor/conselheiro. (ANJOS DO BRASIL, c2021).

Conforme Araújo (2017) a expressão *angel investor* surgiu nos Estados Unidos da América com origem relacionada aos ricos indivíduos que financiavam espetáculos teatrais na Broadway; sua conotação econômica surgiu em 1983, com William Wetzel.

Aduziu Wetzel (1983, p. 23-24) que o investidor-anjo visava a atuação em mercados de capital de risco, focado em pequenas empresas de base tecnológica atraídos pelo potencial de rápido crescimento. Botelho, Didier e Rodriguez (2006) referem que tais investidores buscam, além de um significativo retorno financeiro, propiciar desenvolvimento socioeconômico com geração de riqueza e empregos.

Destaca-se, sobretudo, que o investidor-anjo pode ser pessoa física ou jurídica, dotada de conhecimentos e experiência advinda de trajetória bem-sucedida; aportam capital de forma individual ou em grupo e, usualmente, tal aporte ocorre antes mesmo de a empresa atingir o equilíbrio financeiro: quanto mais cedo aportar capital na *startup*, maior o potencial retorno, uma vez que o negócio estará no início de sua, também, potencial, escalável expansão.

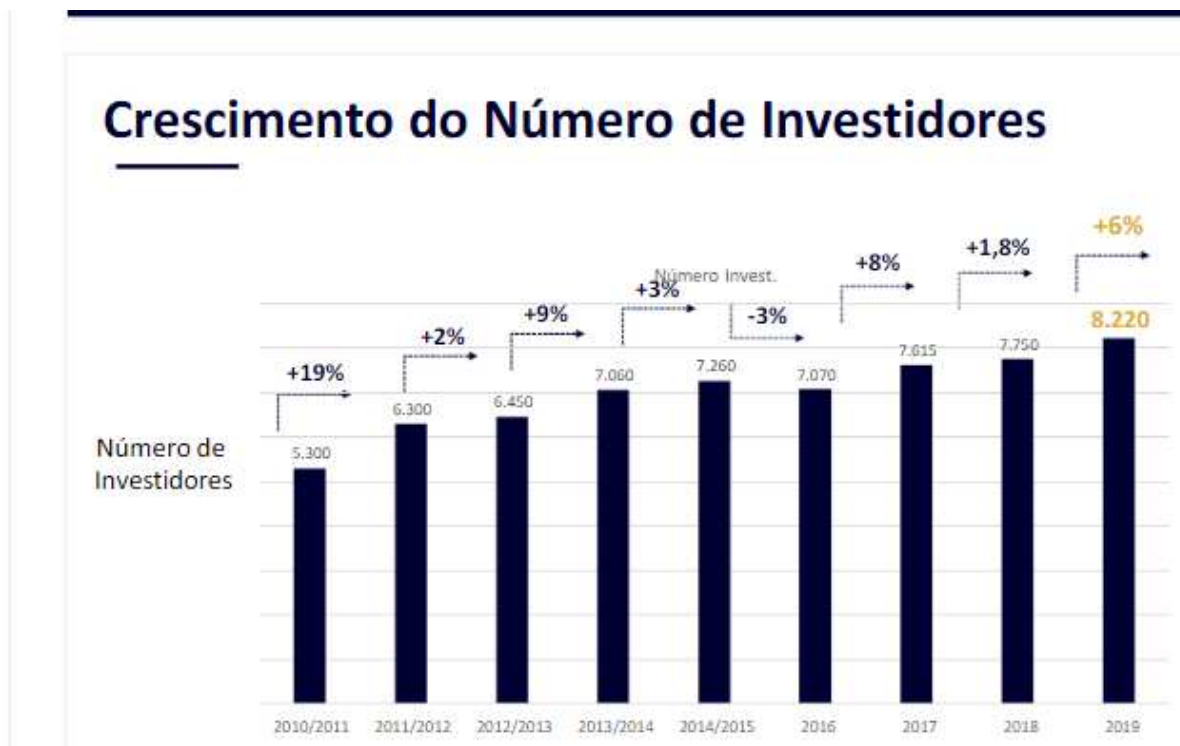
O SEBRAE (2020) descreve os benefícios do investimento anjo como:

Eles costumam trazer forte experiência no mesmo mercado em que a *startup* atua e, em geral, auxiliam de diversas maneiras no crescimento da empresa: contribuem com insights importantes sobre o modelo de negócio; complementam o time com conhecimento especializado; apresentam histórico de investimento na área; têm um bom networking junto aos clientes potenciais. (SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS, 2020)

Nesse contexto, o investidor-anjo almeja expectativa de retorno financeiro superior às demais modalidades de investimento que se iniciam em um momento mais avançado da *startup*. Em contraponto, é maior o risco diante do ápice da incerteza do empreendimento. Para a *startup* o investimento-anjo é essencial. Sob análise do ecossistema fica clara tal essencialidade na medida em que o investidor atua na fase mais delicada da empresa e, portanto, sua ausência pode decretar a extinção do empreendimento.

Segundo dados da Anjos do Brasil, em 2019, foram contabilizados 8.220 investidores anjos no país, número que vem aumentando ano a ano:

Figura 3 – Número de investidores-anjo



Fonte: ANJOS DO BRASIL (2018, p. 5).

O valor médio de aporte em *startups* brasileiras pelos investidores-anjo vem também, crescendo, apresentando impactos que gravitam em torno de 129 mil reais por ano (ANJOS DO BRASIL, 2018). O investimento-anjo traduz-se em um dos mais populares meios de captação de recursos quando se trata de *startups*.

Todavia, frente à ausência de regulação específica, no Brasil, o tratamento jurídico conferido ao investidor-anjo lidava na categoria de sócio participante (ou oculto) em contrato de sociedade em conta de participação, regido pelo conjunto de artigos 991 a 996, do Código Civil, impactando na participação do capital social do negócio e com responsabilidade perante terceiros limitada aos seus investimentos (MARTINS, 2014, p. 176) em que pese não terem, o sócio oculto e o investidor-anjo, os mesmos papéis ou interesses.

Além disso, nesse modelo o investidor figurava como sócio da empresa. Seu investimento, além de responder por passivos da empresa, muitas vezes representava prejuízo tributário para a própria investida e, diante dos valores aportados, não podia mais utilizar os benefícios tributários advindos da Lei Complementar nº123 de 14 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2006).

Diante do desencaixe com o instituto jurídico da sociedade em conta de participação, os investimentos passaram a ser realizados mediante contratos particulares de mútuo, nos termos do artigo 586 e seguintes do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002), mas ainda, sem regulação específica.

Embora a prática de investimentos anjo no país ser antiga, seu reconhecimento pela legislação brasileira se deu apenas no ano de 2016, mais precisamente com a Lei Complementar 155/2016, que acrescentou os artigos 61-A, 61-B, 61-C e 61-E à Lei Complementar 123/2006. Apesar disso, o termo investidor-anjo na legislação nacional se deu antes da própria conceituação de *startup*, que acabou sendo trazida pela Lei Complementar 167/2019, definição essa que acabou aprimorada pelo Marco Legal das Startups.

A inserção do investidor-anjo no ordenamento jurídico pátrio se deu como tentativa de incentivar as atividades de inovação, principalmente através de microempresas e empresas de pequeno porte, conforme discorre o artigo 61-A da Lei Complementar 167/2016. Portanto, trata-se de regulação que visa facilitar o acesso de pequenas empresas ao capital necessário para a promoção da inovação.

Segundo Arruda e Maduro (2017), a legislação reflete avanço para o ecossistema das *startups* pelo fato de inserir a figura do investidor-anjo no ordenamento jurídico, bem como dispor sobre a sua não configuração como sócio e não responsabilização por dívidas da empresa investida. Apesar disso, apresentou omissões e riscos, como problemas no âmbito do Direito do Trabalho, que pode considerar responsável o investidor pelas condenações trabalhistas da empresa investida em face de uma possível configuração de grupo econômico, bem como o fato de a regulação destinar-se apenas à Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, quando poderia ser mais abrangente.

A Lei Complementar supracitada, ao mesmo tempo que traduz parcial segurança quanto à responsabilização pelas dívidas da empresa investida, restringe a atuação do investidor-anjo, que teve sua remuneração limitada à 50% do lucro da operação, recebeu vedação expressa de qualquer interferência na administração da sociedade. Além disso, é omissa a lei quanto ao poder de fiscalização do investidor. Assim, o poder de incentivo da lei acabou sendo mitigado.

Segundo o artigo 61-A da mencionada LC:

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa (BRASIL, 2006).

A LC 155/2016 estipulou também a forma contratual a ser observada pelas *startups* e investidores-anjo, qual seja, contrato de participação, que não pode ter vigência superior a sete anos. A legislação dispõe que o investidor-anjo não será considerado sócio nem terá qualquer direito de gerência ou voto na administração da empresa, em contrapartida, não responderá por qualquer dívida da empresa, não se aplicando a ele, portanto, a desconsideração da personalidade jurídica prevista no artigo 50 do Código Civil de 2002³⁵ (BRASIL, 2002).

O legislador dispôs que o capital investido não será considerado receita da empresa, garantindo que a sociedade permaneça operando sob os benefícios do regime de tributação previstos na Lei do Simples Nacional.

Por fim, regulou o legislador a forma de remuneração do investidor, que não poderá retirar o capital com menos de dois anos de contrato, bem como, poderá perceber até o limite de 50% dos lucros da sociedade enquadrada como ME e EPP.

Com o advento da LC 167/2016 a comunidade jurídica, bem como os empreendedores aguardavam por regulamentação da atividade baseada em incentivos à inovação, entretanto, na contramão do movimento, a Instrução Normativa nº 1.719/2017 da Receita Federal do Brasil (BRASIL, 2017) trouxe regulação relacionada à tributação das operações de aporte de capital dos investidores-anjo em *startups*, tributando por meio de imposto de renda retido na fonte calculado mediante aplicação da alíquota de 22,5% em contratos com prazo de 180 dias, 20% em contratos com 181 dias até 360 dias, 17,5% em contratos de participação com prazo de 361 dias até 720 dias e, por fim, 15% em contratos com prazo superior a 720 dias.

Tal instrução normativa vem causando controvérsia, justamente por caracterizar um desincentivo para a atividade inovadora no país, além de mostrar um descompasso com o princípio de simplificação do tratamento das Microempresas e

³⁵ Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. (Redação dada pela Lei nº 13.874, de 2019) (BRASIL, 2002).

Empresas de Pequeno Porte e com o Princípio da Legalidade. Segundo Bezerra (2017), a regulamentação exarada pela Secretaria da Receita Federal acabou tratando o investimento-anjo como aplicações em renda fixa ou variável, mas não como um investimento produtivo; aduz que se trata de desincentivo ao aporte de capital e sugere o tratamento da remuneração como dividendo, isento de imposto de renda.

Em 2021, a legislação brasileira trouxe, por meio da Lei Complementar 182 de 1º de junho de 2021, uma definição jurídica para o investimento-anjo, qual seja, um investidor que não é considerado sócio, nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, bem como, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes³⁶.

Ainda, a referida lei complementar busca um incentivo tributário quando estabelece que o aporte de capital por investidores, dentre eles o investidor-anjo, não será considerado como integrante do capital social.

As disposições da recente legislação apesar de representarem uma resposta ao ecossistema de inovação, que a muito postulava por maior segurança jurídica, não atingiram as expectativas, uma vez que durante a tramitação da lei passou por um processo de esvaziamento de incentivos³⁷, a qual ocasionou poucos avanços, insuficientes se comparados ao crescimento do ecossistema nacional e à realidade global.

Entre acertos e erros é esse o panorama da legislação brasileira sobre investimentos-anjo. A regulamentação possui papel determinante na concretização de incentivos, possui influência direta na tomada de decisão do investidor-anjo, de investir ou não investir em uma determinada *startup* uma vez que, além de critérios como avaliação da rentabilidade do negócio, mensuração de riscos assumidos diante de todo o cenário jurídico.

Atualmente, a fonte inicial de investimento das *startups* está, sobremaneira, nos próprios sócios da empresa: 76,22% dos investimentos iniciais vêm dos sócios

³⁶ Assim dispõe o inciso I do artigo 2º da Lei Complementar 182 de 2021 (BRASIL, 2021).

³⁷ Durante a tramitação do projeto de lei, foram retiradas disposições, que se aprovadas, representariam importantes incentivos ao investimento-anjo no país. Um exemplo é o vetado artigo 7, que permitia a compensação de eventuais perdas de investimentos em startups, com eventuais ganhos que se tenha, que representariam um incentivo tributário significativo. Em suma, a lei trouxe um aumento de segurança para o investidor em seu artigo 8º, conceituou startup e investidor-anjo, além de prever o Sandbox regulatório, pontos insuficientes para a realidade do ecossistema.

fundadores. O investidor-anjo representa, apenas, 9,28% das fontes de investimento das *startups* brasileiras (ABSTARTUPS, 2017c). No mesmo estágio de desenvolvimento há grave escassez de recursos que são necessários às *startups* atingirem equilíbrio financeiro que precede a escalada do negócio, que por sua vez ocasiona o perecimento das empresas.

Segundo Arruda e outros (ARRUDA *et al.*, 2015), pelo menos 25% das *startups* sucumbem com um tempo menor ou igual a um ano; pelo menos 50% com um tempo menor ou igual a quatro anos. Portanto, na fase inicial, percebe-se que uma a cada quatro *startups* sucumbem.

Diante do estado da arte do ecossistema brasileiro de *startups*, é possível verificar que o país possui um percentual de empreendedores maior que a média mundial, principalmente se levado em consideração novos empreendedores, ou seja, que participam de empresas com até três anos e cinco meses de atividade. Ao mesmo tempo, o país apresenta dificuldades para fazer negócios, para atrair investimentos, bem como, possui uma taxa de mortalidade de empresas de até quatro anos de existência que chega a 50%. Em reflexão sobre o tema no Livro Azul assim consta:

Um dos aspectos centrais para a ampliação da atividade inovadora no País é a questão do financiamento como fator indutor da inovação. Isso requer maior volume de investimentos em inovação, visando a atingir os padrões de países líderes mundiais. Também é necessário diversificar as opções de financiamento, enfatizando o empreendedorismo inovador, em especial nas micro e pequenas empresas nascentes, através, por exemplo, de instrumentos como capital semente e de risco (LIVRO AZUL, 2017, p.36).

A fim de corroborar com tal narrativa, estudo realizado no ano de 2017, a Associação Brasileira de Startups apresentou cenário de satisfação dos empreendedores com o ecossistema brasileiro, conforme ilustração a seguir:

Figura 4 – Satisfação com o ecossistema



Fonte: ABSTARTUPS (2017c, p. 17).

O estudo demonstra justamente os maiores problemas do nosso ecossistema, ou seja, o ambiente regulatório e o acesso ao capital, que devem ser analisados conjuntamente, como partes independentes de um mesmo sistema. Nesse sentido, constatou-se que:

Uma das maiores dificuldades reveladas pelo estudo é a dificuldade de obtenção de investimento para as fases iniciais da *startup*. Atualmente, há pouco estímulo para investidores-anjo. São necessárias tanto incentivos fiscais para investidores como ações para aproximar investidores e empreendedores (ABSTARTUPS, 2017c).

Apesar dos avanços já alcançados, é necessário aprimorar o ambiente regulatório e fortalecer a função de articulação e de coordenação do sistema. Nos últimos anos têm sido significativos os avanços obtidos nos marcos legal e regulatório direcionados ao fomento ao investimento à inovação no Brasil. Apesar disso, o aprimoramento do marco legal regulatório ainda se faz necessário para que as relações entre os atores do sistema se intensifiquem em regime de risco sistêmico reduzido e para maior segurança jurídica. (LIVRO AZUL, 2017, p.36).

Frente a esse panorama, faz-se necessária a análise minuciosa da relação prática entre a *startup* e o investidor-anjo, a fim de identificar as barreiras para uma relação mais fluida e eficiente capaz de impulsionar o movimento inovativo que, na perspectiva da pesquisa pode ser através de programa de *compliance* para o fortalecimento da confiança e preenchimento da ausência ou adequação regulatório que ocupe espaço de incentivo ao investidor-anjo em aportar o capital necessário às *startups*.

O Sistema Nacional de Inovação brasileiro apresenta ainda dificuldades de consolidação devido, entre outros fatores, à falta de incentivos jurídicos ao investimento em geral. A insuficiência regulatória fica evidente na relação *startups* e investidores-anjo, sejam eles nacionais ou estrangeiros. Corrigir a falta regulatória passa pela necessidade de redução dos custos transacionais decorrentes da assimetria informacional, da insegurança jurídica e de uma intervenção cirúrgica do Direito.

Antes de adentrar no panorama dos incentivos, importante referir que em se tratando de investimento-anjo parte-se da premissa que consiste em modalidade de aplicação de capital que nunca será 100% seguro, trata-se de capital de risco; é o risco, portanto, inerente à essa escolha, não sendo possível ter o investidor aversão a ele, pelo contrário, essencial é o apetite ao risco. Entretanto, há mecanismos jurídicos capazes de reduzir a assimetria informacional e tornar mais seguro o aporte de capital, a fim de evitar danos irreversíveis tanto à empresa investida quanto ao investidor.

Nessa conjuntura, além das incertezas advindas da novidade inerente à *startup*, há outros pontos importantes que impactam na análise de risco do investidor-anjo. Dentre eles, a reputação dentro do ecossistema das *startups* é ponto central, a imagem e a confiança acompanham um investidor bem-sucedido, atributos os quais busca proteger, inclusive para obter vantagens competitivas com outros investidores nas mais diversas modalidades, utilizando-se do poder de barganha³⁸. No mesmo sentido uma mancha na reputação da *startup*, elevará consideravelmente suas chances de insucesso diante de um mercado exigente e inviabilizará aportes de capital futuros.

³⁸ O poder de barganha possibilita ao investidor exigir condições, vantagens em seu favor em troca do capital investido.

Tal fato consiste em ponto importante na análise da relação entre o investidor e a *startup*, no sentido de que não obstante a simplicidade dos primeiros anos do empreendimento, analisar potenciais riscos e evitar danos é fundamental, sendo que além de sanções advindas da lei, como multas e restrições, a possibilidade de debilitar a reputação³⁹ pode desencadear um efeito catastrófico, levando o empreendimento à falência e deixando os sócios e o investidor com descrédito no mercado. Assim, fica evidente que a escolha do investidor-anjo entre investir em uma determinada *startup*, investir em outra ou não investir em nenhuma, passa pela análise dos custos de transação que por sua vez são decorrentes dos riscos que o investimento pode gerar.

No momento da tomada de decisão do investidor, principalmente no que tange à mensuração dos riscos, critérios como honestidade dos sócios, integridade, ética da *startup* e das pessoas envolvidas, bem como a noção realista dos riscos são pontos fundamentais. Nesse momento o investidor realiza a chamada *due diligence*⁴⁰. Quanto mais complexas as relações, decorrentes de riscos diversos atinentes não somente à relação particular com a *startup*, mas a relação com todo o ecossistema, mais complexa deve ser a *due diligence*, por consequência, maiores os custos transacionais que acaba por elevar o custo do investimento.

A análise de risco passa necessariamente pelo ambiente regulatório em que está inserida a empresa a ser investida, aspectos como tributação, relações de trabalho, legislações ambientais, criminais, consumeristas, devem ser analisadas juntamente com a jurisprudência majoritária e tendências do mercado. Além disso, é imprescindível a análise do ambiente regulatório no que concerne à própria regulação do investimento em si.

O cenário regulatório do investimento-anjo em *startups* no Brasil, que foi destacado no capítulo anterior, apresenta-se insuficiente para representar incentivos à fluidez dessa relação específica, na medida em que não traz segurança jurídica necessária, nem mesmo incentivos ao investimento, contrariando a proposta da novel

³⁹ A perda da reputação acaba causando queda de faturamento, desconfiança na atividade, redução de clientes, perda de parcerias, perda de auxílios, perda do valor de marca, que muitas vezes chega ao extremo da falência.

⁴⁰ *Due Dilligence*, e cuja tradução literal seria diligência devida. Tal expressão é muito utilizada no meio empresarial e consiste em um procedimento pré-contratual onde o investidor, ou outro *player* que irá se relacionar de alguma forma com uma empresa, busca mensurar riscos, buscando informações detalhadas da empresa com quem pretende negociar, diminuindo a assimetria informacional.

LC nº 182 de 1º de junho de 2021 que, pensada pelo Poder Executivo, consolidou o Marco Legal das Startups.

A discussão levada à participação pública, contou com *players* representativos de *startups*, como Dínamo, Anjos do Brasil, Asteps. Também, contou com a criação do Subcomitê Ambiente Normativo de Startups, formado pelo Ministério da Economia e do Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações, bem como a sociedade civil. Segundo o Ministério da Economia, participaram do processo cerca de 50 instituições privadas e mais de 20 instituições públicas, somando mais de 160 pessoas (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2019).

Constata-se que já o anteprojeto do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, trouxe em sua exposição de motivos, a necessidade de alavancar o ecossistema das *startups* no Brasil, abarcando quatro temáticas principais (a) ambiente de negócios; (b) facilitação do investimento em *startups*; (c) relações de trabalho e colaboração na nova economia; e, (d) ação do Estado.

A justificativa do anteprojeto consistiu no fato de as *startups* possuírem um grande potencial econômico, pelo fato de estarem mais expostas e vulneráveis às falhas de mercado e às limitações das políticas públicas; pelo seu potencial de atração de investimentos estrangeiros, geração de empregos; capazes de desenvolver soluções sustentáveis e com impactos positivos ao meio ambiente (BRASIL, 2020).

O anteprojeto levou em consideração a necessidade de melhoria do ambiente de negócios, considerando como de grande importância a oferta de capital para investimento em inovação e o papel do Estado como ente regulador e formulador de políticas públicas.

Como o próprio artigo 1º da norma aprovada dispõe, busca-se estabelecer medidas de fomento ao ambiente de negócios e o aumento da oferta de capital para o investimento em empreendedorismo inovador. Nesse sentido, a LC estabelece mecanismos tais como a possibilidade de um ambiente regulatório experimental - *sandbox* regulatório⁴¹ e maior participação do Estado. No campo de investimento, a

⁴¹ Dispõe o inciso II do artigo 3º da LC nº182/21 um conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado. (BRASIL, 2021).

recente legislação regula, de forma mais clara, modalidades de investimento em inovação, dentre elas o investimento-anjo.

Dispõe o artigo 5º, que as *startups* poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que resultará ou não em participação no capital social da *startup*, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes (BRASIL, 2021). Prevê que não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado por meio de contrato de opção de subscrição; contrato de opção de compra de ações ou de quotas; debênture conversível; contrato de mútuo conversível em participação societária; estruturação de sociedade em conta de participação, contrato de investimento-anjo, na forma da LC nº123/2016, e outras formas de investimento, sendo que somente poderão ser considerados sócios ou quotistas os investidores que, optando por uma dessas modalidades converta o instrumento de aporte em efetiva participação societária (BRASIL, 2021).

O Marco Legal preocupa-se com a estrutura de incentivos quando busca a garantia de não responsabilização dos investidores por dívidas da empresa investida, complementando a LC 123/2016, entretanto, mostra-se insuficiente na medida em que não lida com questões trabalhistas e a lacuna que pode impactar na responsabilização solidária do investidor por meio de um possível reconhecimento de grupo econômico com a *startup* em que investe, com base no artigo 2º da CLT.⁴²

A recente legislação apresenta um desincentivo, decorrente de um nítido descompasso com o ecossistema ao retirar do investidor-anjo a possibilidade de enquadramento como sócio ou acionista e, também, que este “não possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual” (art. 8º, I), sob pena de ser considerado sócio oculto.

Descrever de tal forma o vínculo entre o investidor e a *startup* é restritivo e arriscado porque, segundo as práticas e costumes vigentes no ecossistema de inovação, tais investidores não agregam apenas valor financeiro, mas, também, comercial e de *networking* (o denominado *smartmoney*), pois, esta é a essência dessa modalidade de investimento. Neste cenário, por exemplo, a rede de investidores poderá sujeitar-se à interpretação judicial de que todos estão envolvidos na gestão do

⁴² Nos termos do §2º do artigo 2º da CLT: Sempre que uma ou mais empresas, tendo, embora, cada uma delas, personalidade jurídica própria, estiverem sob a direção, controle ou administração de outra, ou ainda quando, mesmo guardando cada uma sua autonomia, integrem grupo econômico, serão responsáveis solidariamente pelas obrigações decorrentes da relação de emprego (BRASIL, 1943).

negócio e, portanto, com responsabilidades compartilhadas, ainda que, vedada pela lei, caracterizando o investidor como sócio da sociedade ou, até, grupo econômico para os demais efeitos jurídicos (BRASIL, 2020).

Da mesma forma fica em aberta a possibilidade de responsabilização do investidor por débitos tributários quando este fizer parte do quadro societário da empresa; quando optar pela conversão societária do investimento, por meio de interpretação do artigo 135 do CTN, que se refere à aquisição do fundo de comércio e continuação da atividade econômica.

Em contraponto, louvável o Marco Legal trazer disposições para a regulação do investimento em inovação pelo Poder Público, por meio de licitações, exercitando seu poder de compra, conforme disposições do capítulo VI (BRASIL, 2021), que se trata de um importante avanço para o ecossistema, fortalecendo um importante elo entre Estado e *startups*. É a figura do Estado-Empreendedor citado e defendido por Mariana Mazzucatto (2014).

Nesse sentido Mazzucatto (2014, p.45) defende que o Estado aparecendo como um *player* robusto no cenário da inovação, não somente como regulador, mas como verdadeiro investidor, empreendedor, propicia ganhos essenciais ao ecossistema, como atração de melhores talentos e aquecimento do mercado, evita a fuga de capital e atrai investimento privado. Aduz a economista que:

É o Estado agindo como principal investidor e catalizador, que desperta toda a rede para a ação e difusão do conhecimento. O Estado pode e age como criador, não como mero facilitador da economia do conhecimento (MAZZUCATO, 2014, p.48).

As disposições trazidas pela Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador, nesse sentido, possui um grande mérito na tentativa de concretizar a dimensão do Estado Empreendedor segundo o art. 174, da CF/88 e, com isso, de forma responsável, compartilhar o risco, além de, apenas, corrigir as falhas de mercado (MAZZUCATO, 2014, p.51).

Ocorre que no que tange aos incentivos regulatórios, especialmente ao investimento-anjo em *startups*, restringe-se ao estabelecimento de conceitos, definições, seja de *startups*, seja de investimento-anjo e suas modalidades de contratos de aporte de capital. O investimento-anjo ainda sofre com a insegurança

jurídica decorrente de possível responsabilização, além de não haver disposição que trate efetivamente da atividade da *startup* que possa representar incentivos ao investimento-anjo.

O Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, portanto, trouxe um interessante aprimoramento do ecossistema, buscando principalmente um Estado empreendedor, com vigorosa e direta participação no financiamento da inovação. Contudo, sob o ponto de vista desta pesquisa, não representou incentivos capazes de suprir a falha regulatória investigada, seja por não ter trazido regras de conduta às *startups*; por não ter afastado riscos de responsabilização do sócio pelas dívidas da empresa; seja por não apresentar incentivos tributários ao investimento, como previa o vetado artigo 7^a da referida LC.

Dessa forma, o ordenamento jurídico brasileiro, não obstante a promulgação do Marco Legal das Startups, ainda é insuficiente e inadequado para tornar fluída a relação entre *startups* e investidores-anjo, uma vez que os riscos do investidor podem transcender ao próprio investimento⁴³, enquanto a remuneração é tributada de forma a tornar outros investimentos mais interessantes.

Assim, é imprescindível pensar em alternativas para corrigir a falha regulatória. Tais alternativas passam por uma intervenção precisa do Direito, que tem papel central na definição de incentivos. Lecionam Ulen e Cooter (2010) que, havendo custos de transação elevados, poderá o Direito incentivar a negociação, aplicando mecanismos capazes de diminuir os custos de transação.

No mesmo viés, Polinsky (1974), aduz que, quando os custos de transação são elevados, mecanismos jurídicos podem diminuí-los, a fim de reequilibrar a relação, reduzindo a assimetria informacional⁴⁴.

Ao tomar-se como ponto de partida essa perspectiva passa-se a analisar a hipótese de que o mecanismo jurídico capaz de corrigir a falha regulatória no cenário interno poderia advir de mecanismo jurídico particular, de autorregulação, mediante

⁴³ Considerando a possibilidade de responsabilização solidária do investidor-anjo por débitos da empresa, seja no âmbito trabalhista, seja no âmbito tributário, pode significar responsabilização do investidor por débitos maiores que o valor que investiu.

⁴⁴ A assimetria informacional consiste em um fenômeno econômico segundo o qual frente à uma transação alguns agentes econômicos detêm mais informações que outros, tal fenômeno normalmente ocorre na relação investidor, empresa investida, uma vez que o primeiro tem menos informações sobre o negócio que os sócios da empresa, o que agrava sua insegurança no momento de investir.

programa de *compliance*, o que significa que, voluntariamente e por tomada de decisão, a *startup* coloca-se em conformidade com o sistema jurídico vigente e, sobretudo, inclui, ética e valores em toda tomada de decisão, levando-se em conta os pilares da transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade social.

Nesse sentido, portanto, entende-se que a lacuna regulatória poderá ser preenchida de forma a satisfazer o *ethos* do mercado e impactar no estímulo ao investidor-anjo. E, por essa razão, é que o programa passa a ser investigado com maior profundidade, agora, já como hipótese de solução ao problema da fragilidade regulatória e os impactos positivos que podem advir da adesão voluntária das *startups* a essa estrutura jurídica montada para a confiança mútua como diferencial competitivo para o recebimento de investimentos-anjo.

5 COMPLIANCE PROGRAMS: SOLUÇÃO PARA A REDUÇÃO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

O investimento-anjo é realidade no Brasil, assim como são as *startups*. A relação desses dois atores do mercado, tão importantes ao desenvolvimento econômico e social por serem propulsores da inovação, sujeita-se a incentivos regulatórios que, até então, não se mostram suficientes. A adoção de mecanismos jurídicos como o *compliance* podem trazer benefícios à fluidez da relação como instrumento capaz de reduzir os custos transacionais, proteger o investidor assim como os demais *stakeholders* e suprir a falta regulatória, sobretudo, gerando vínculos de confiança entre os envolvidos e o mercado.

O incentivo ao investimento deve levar em conta não somente o aspecto puramente financeiro da relação, como a remuneração do capital aportado, mas firmados em pilares com a segurança e confiança entre todos os interessados. Para Cooter e Shaeffer o segredo para o desenvolvimento das nações e para a prosperidade é a existência de um ambiente seguro, confiável, onde o Direito é forte e proteja os *stakeholders*, o *pacta sunt servanda* e a propriedade (COOTER; SHAEFFER, 2011, p. 10).

É com base nesse axioma que o *compliance* começou a ser praticado e é atualmente utilizado pela globalização jurídica, não obstante a resistência em adotar condutas e práticas alinhadas com o *compliance*, que tem razão de ser pela premissa de o ser humano consistir em agente racional, que procura sua maior satisfação e não percebe *a priori* maximização da satisfação com adoção de tais métodos, que se mostram custosos (PORTO, 2020, p.15).

A lógica do mercado é que os indivíduos procuram maximizar seus benefícios realizando escolhas que minimizem seus custos. O *compliance*, que em um primeiro momento pode parecer custoso, é capaz de gerar externalidades positivas⁴⁵, traduzindo benefícios a todo o mercado.

Advoga Porto no sentido de que um sistema jurídico corporativo consistente tende a reduzir os custos de transação, facilitando a negociação e possibilitando um

⁴⁵ As externalidades ou exterioridades são os efeitos colaterais de uma decisão sobre aqueles que não participaram dela. Existe uma externalidade quando há consequências para terceiros que não são levadas em conta por quem toma a decisão. São positivas quando geram efeitos benéficos à terceiros.

foco maior na atividade empresarial propriamente dita, desincentivando comportamentos indesejáveis e estimulando condutas desejadas (PORTO, 2020, p. 25).

Mas o que é o programa de *compliance*? Segundo Coimbra e Manzi:

O termo *compliance* origina-se do verbo inglês *to comply* que significa cumprir, executar, obedecer, observar, satisfazer, o que lhe foi imposto. *Compliance* é dever de cumprir, de estar em conformidade e fazer cumprir leis, diretrizes, regulamentos internos e externos, buscando mitigar o risco atrelado à reputação e risco legal/regulatório (COIMBRA; MANZI, 2010, p. 2).

O termo *compliance* é utilizado para designar as ações para mitigar riscos e prevenir corrupção e fraude nas organizações, independentemente do ramo de atividade e do seu tamanho (SANTOS, 2011).

Segundo Giovanini (2014, p. 22), no mundo empresarial o *compliance* está ligado a estar em conformidade com as leis e regulamentos internos e externos à organização, indo além da conformidade com a legislação; busca consonância com os princípios da empresa, alcançando a ética, a moral, a honestidade e a transparência, não só na condução dos negócios, mas em todas as atitudes das pessoas que compõe a empresa.

Na prática, o programa de *compliance* deve identificar os objetivos tanto internos quanto externos, analisando o formato da empresa e seu apetite ao risco; após, identificar os eventos, tanto interno quanto externos, que podem interferir na concretização de tais objetivos. A etapa seguinte seria identificar os riscos e seus potenciais impactos, para a partir daí apresentar respostas aos riscos, atividades de controle, fluxo de informações e monitoramento (COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION, c2007).

O programa de *compliance* pode ser aplicado em qualquer empresa, independentemente do tamanho, número de funcionários, faturamento, ou qualquer outro critério. Há que se destacar, que no campo das *startups* que possuem uma estrutura simplificada, o programa de *compliance* deve obedecer às respectivas peculiaridades, sem embargo de utilizar os mesmos princípios.

Nos termos da Endeavor Brasil:

Compliance, em termos didáticos, significa estar absolutamente em linha com normas, controles internos e externos, além de todas as políticas e diretrizes estabelecidas para o seu negócio. É a atividade de assegurar que a empresa

está cumprindo à risca todas as imposições dos órgãos de regulamentação, dentro de todos os padrões exigidos de seu segmento. E isso vale para as esferas trabalhista, fiscal, contábil, financeira, ambiental, jurídica, previdenciária, ética etc. (ENDEAVOR BRASIL, 2017).

O conceito de *compliance* transcende a ideia de conformidade com a legislação vigente, significa respeitar cliente, fornecedores, funcionários, contratos, acordos, meio ambiente e a sociedade; é preocupar-se com infrações e danos (CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO; INSTITUTO ETHOS, 2009).

O *compliance* envolve questão estratégica e se aplica a todos os tipos de organização, visto que o mercado tende a exigir cada vez mais condutas legais e éticas, para a consolidação de um novo comportamento por parte das empresas, que devem buscar lucratividade de forma sustentável, focando no desenvolvimento econômico e socioambiental na condução dos seus negócios (RIBEIRO; DINIZ, 2015, p. 88).

Nos EUA, década de 2000, fatos como a quebra de grandes empresas em decorrência de deficiências no controle interno que possibilitaram atos fraudulentos, o ataque às torres gêmeas, que obrigou a reformulação de regulação de relações internacionais, inspiraram a formulação e novas regras de *compliance*. Inclusive o governo estadunidense editou o *Sarbanes-Oxley Act*, popularmente conhecido como “SOX” (PORTO, 2020, p. 46), que se trata de lei extremamente rigorosa no âmbito do *compliance*; parte do projeto de mitigação de riscos nos EUA e visa o combate às práticas fraudulentas e conseqüentemente, proteção a investidores e *stakeholders* contra possíveis fraudes financeiras (PORTO, 2020, p. 46).

Com o advento da SOX, que regulava não somente empresas atuantes em território norte americano, mas todas as empresas estadunidenses com filiais em outros países, os incentivos para uma atividade empresarial transparente ficaram evidentes, os responsáveis pela empresa passaram a ser duramente responsabilizados civil e criminalmente pelo descumprimento da lei e por fraudes financeiras; a eficiência da legislação ficou nítida diante da reconstrução da credibilidade do mercado estadunidense essencialmente por refletir proteção aos investidores.

Os incentivos a mercado mais transparente e seguro ainda foram reforçados nos EUA com a edição da *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection*

*Act*⁴⁶, que passou a bonificar a delação de atos fraudulentos com montas que atingem 30% das sanções impostas aos infratores (PORTO, 2020, p. 46).

No Brasil, passou-se a observar a necessidade de implementação de programas de integridade a partir da influência estrangeira, principalmente diante de multinacionais oriundas de distintos países que atuavam no país e eram submetidas, por exemplo, à SOX.

O princípio da construção normativa do *compliance* no país se deu no âmbito da Administração Pública, com o parágrafo 4º do artigo 37 da CRFB/88 que já prescrevia punições a atos de improbidade administrativa que, em 1992, foram reguladas pela chamada Lei de Improbidade Administrativa⁴⁷. A partir daí, o ambiente regulatório foi se aprimorando com a entrada em vigor, por exemplo, da Lei de Combate à Lavagem de Dinheiro em 1998, e a criação do COAF⁴⁸, bem como a Lei do Acesso à Informação no ano de 2011.⁴⁹

Entretanto, foi com o advento da lei nº12.846/2013, conhecida como Lei Anticorrupção, que o *compliance* ganhou corpo no Brasil. A referida legislação dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil das pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira. Logo no parágrafo único do primeiro artigo da referida lei a abrangência é assim definida:

Art. 1º Esta Lei dispõe sobre a responsabilização objetiva administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Parágrafo único. Aplica-se o disposto nesta Lei às sociedades empresárias e às sociedades simples, personificadas ou não, independentemente da forma de organização ou modelo societário adotado, bem como a quaisquer fundações, associações de entidades ou pessoas, ou sociedades estrangeiras, que tenham sede, filial ou representação no território brasileiro, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente (BRASIL, 2013).

⁴⁶ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* cuja tradução livre seria Lei de Reforma do Proteção do Consumidor, buscou regular o mercado financeiro dos EUA com o intuito de torná-lo mais seguro.

⁴⁷ A Lei de Improbidade Administrativa, Lei nº8.429 de 2 de junho de 1992, dispõe sobre as sanções aplicáveis aos agentes públicos nos casos de enriquecimento ilícito no exercício de mandato, cargo, emprego ou função na administração pública direta, indireta ou fundacional (BRASIL, 1992).

⁴⁸ O Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) foi criado pela Lei nº9.613 de 3 de março de 1993, com o intuito de fiscalizar as atividades financeiras no país evitando a prática de atos ilícitos.

⁴⁹ A Lei do Acesso à Informação, Lei nº12.527 de 18 de novembro de 2011, regula o acesso à informações já previstos no inciso XXXIII do artigo 5º, no inciso II do § 3º do artigo 37 e no § 2º do artigo 215 da Constituição Federal, refletindo transparência e incentivando um comportamento probó da Administração Pública diante das sanções aos infratores (BRASIL, 2011).

O dispositivo destacado dá conta de que a lei possui amplitude maior que a legislação que a precede, justamente com o intuito de fortalecer a cultura anticorrupção. Além disso, trata-se de legislação rigorosa, a qual responsabiliza pessoas jurídicas, bem como seus dirigentes ou administradores ou, qualquer pessoa que concorra para a prática de ato ilícito, responsabilidade objetiva, tanto no âmbito administrativo, como no civil, sem prejuízo de responsabilizações criminais (Brasil, 2013).

Em complementação às disposições da Lei Anticorrupção, em 2015, foi editado o Decreto n.8.420/2015, que trouxe em seu artigo 41, a conceituação de programa de integridade:

Art. 41. Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Parágrafo Único. O programa de integridade deve ser estruturado, aplicado e atualizado de acordo com as características e riscos atuais das atividades de cada pessoa jurídica, a qual por sua vez deve garantir o constante aprimoramento e adaptação do referido programa, visando garantir sua efetividade (BRASIL, 2015).

O decreto traz incentivos à adoção de programas de integridade na medida em que as pessoas jurídicas serão beneficiadas com, no mínimo, redução de sanções caso demonstrem possuir tais programas, cuja conclusão pode-se extrair, por exemplo, da leitura do § 4º do artigo 5º.⁵⁰

A legislação traz à tona a percepção de que a cultura do *compliance* deve ser pensada a fim de melhorar o ambiente de negócios e o nível de bem-estar da sociedade, além de proteger a instituição individualmente e sua imagem, ponto crucial para a manutenção do negócio pelo fortalecimento do vínculo de confiança.

No âmbito regulatório, importante destacar a padronização internacional de programas de conformidade conduzida pela *International Standardization*

⁵⁰ No § 4º do artigo 5º do Decreto 8420/2015 fica evidente o incentivo à adoção de programas de integridade quando assim dispõe: “§ 4º Caso a pessoa jurídica apresente em sua defesa informações e documentos referentes à existência e ao funcionamento de programa de integridade, a comissão processante deverá examiná-lo segundo os parâmetros indicados no Capítulo IV, para a dosimetria das sanções a serem aplicadas” (BRASIL, 2015).

Organization, mais conhecida pela sigla ISO⁵¹. Na esfera do *compliance* a organização lançou no ano de 2014, a ISO 19.600 que identifica os pilares de qualquer programa de *compliance*, aplicáveis, portanto, a todas as modalidades de organizações, baseada nos princípios da boa governança, proporcionalidade, transparência e sustentabilidade.

A ISO 19.600 define como pilares do *compliance*, primeiramente, o comprometimento da alta direção, aduzindo que seria ineficiente uma consistente estrutura de *compliance* se o programa não for efetivamente seguido pela alta direção que o apoie com recursos financeiros, garantindo a própria existência do programa reconhecendo-o com cultura corporativa (PORTO, 2020, p. 56).

Além do engajamento da alta direção, é imprescindível a análise de risco. O mapeamento dos riscos de cada atividade é compreendido pela ISO como pilar fundamental para um programa de *compliance*.

Juntando-se aos dois primeiros pilares, destaca-se um terceiro, o código de conduta⁵² que deve acompanhar o programa de integridade, essencial para que todos os integrantes da empresa possam compreender o programa de *compliance* e estejam alinhados para segui-lo.

Para Giovanini, o código de conduta deve ser capaz de orientar os problemas éticos do dia a dia, deve refletir os princípios e valores da organização, de forma clara e inequívoca, com intuito de servir para todos os indivíduos que fazem parte da empresa atuantes nos seus mais variados níveis (GIOVANINI, 2014, p.137).

⁵¹ A ISO consiste em uma organização internacional não governamental que reúne especialistas para desenvolver normas internacionais voluntárias, baseadas em consenso e relevantes para o mercado, apoiam a inovação e fornecem soluções para os desafios globais. A organização possui reconhecimento por suas certificações, que almejam atestar que certa instituição é aderente e está conforme certo padrão (INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION, c2021).

⁵² O código de conduta consiste em um documento com diretrizes para que os integrantes de uma empresa possam solucionar questões éticas apresentadas no dia a dia, evitando ilícitos, e buscando criar uma cultura de transparência, probidade e conformidade com as exigências legais.

Além dos três pilares já citados, destacam-se ainda os controles internos⁵³, treinamento, comunicação, canais de denúncia⁵⁴, *due diligence* e por fim, auditorias internas, externas⁵⁵ e monitoramento⁵⁶.

O *compliance* busca prevenir, detectar e corrigir. Assim, a fim de uma organização ser *compliant*⁵⁷, se faz necessário a elaboração de um programa de *compliance* que identifique os riscos, apresente uma estrutura normativa capaz de evitá-los e, após isso, audite tal estrutura.

Nesse contexto, os riscos de *compliance* são o risco legal, de sanções regulatórias, de perda financeira ou perda de reputação que a empresa e seus sócios podem sofrer como resultado das falhas no cumprimento de leis, regulamentações, códigos de conduta e das boas práticas (COIMBRA; MANZI, 2010, p. 2).

Além de evitar prejuízos o *compliance* ainda agrega valor à organização, aumentando o valor do intangível⁵⁸ da empresa. Segundo Coimbra e Manzi:

Não bastasse isso, a confiança dos fornecedores de capital reduz consideravelmente o custo de capital. O *compliance* converte-se em vantagem competitiva considerando que, a cada dia, aumenta o número de consumidores críticos, que procuram não só bens de consumo, mas também valores e comportamento das organizações de acordo com esses valores (COIMBRA; MANZI, 2010, p. 6).

A formulação de programas de *compliance* destinados às *startups* em seus primeiros passos, quando em busca de investimentos de terceiros, mostra-se alternativa interessante para atrair o investidor. Uma *startup* com um programa de *compliance* transmite segurança, confiabilidade, comprometimento com a ética e a legislação, além de reduzir os custos transacionais decorrentes do *due diligence*, já

⁵³ Controles internos são os controles em cada setor da companhia, consistem em todos os métodos e procedimentos adotados dentro da empresa afim de promover a assegurar a eficiência operacional, evitando erros e fraudes.

⁵⁴ Segundo Giovanini, os canais de denúncia são essenciais para garantir a eficiência de um programa de *compliance*, na medida que auxiliam na apuração de eventuais condutas indesejadas. A prática mais comum é a utilização de um contato telefônico para o recebimento das denúncias, mas nada impede que outras formas sejam utilizadas e propiciem o mesmo efeito (GIOVANINI, 2014, p.245-246).

⁵⁵ As auditorias são responsáveis por verificar se o processo do programa de *compliance* está de acordo com o planejado, sendo importante que seja uma equipe independente e imparcial.

⁵⁶ O monitoramento consiste na aplicação de medidas disciplinares a serem aplicadas àqueles que desrespeitarem as regras do programa de *compliance*.

⁵⁷ No mundo corporativo ser *compliant* significa estar em conformidade com as leis, e regulamentos internos e externos.

⁵⁸ Bens intangíveis são aqueles incorpóreos, como, por exemplo, a marca de uma empresa.

que a própria investida comprovará sua idoneidade, sem necessidade de maiores investigações por parte do investidor.

A segurança de um programa de *compliance* significará incentivos ao aporte de capital, tornando mais fluida a relação do investidor-anjo com a *startup*, incentivando inclusive o aporte de capital de risco no futuro do empreendimento diante de um histórico bem alinhado.

A crítica que pode ser feita é concernente à incompatibilidade de um programa de *compliance* com a dinamicidade e simplicidade organizacional da *startup*. Entretanto, o *compliance* não necessariamente necessita de um sistema complexo, podendo adaptar-se à realidade de uma empresa iniciante, mesmo que atue em um âmbito de extrema incerteza.

Aduz Falcão (2017, p. 85), que às *startups* é recomendado auditorias internas, visando identificar eventuais descumprimentos e adotem medidas corretivas, sendo que *startups* com fortes políticas de *compliance* tendem a ser mais bem avaliadas por investidores e agregam valor de mercado superior a outras nas mesmas condições de mercado, pois é fundamental que a empresa possua, além de credibilidade, uma criação de cultura ética baseada em governança corporativa e uma consequente consolidação de sua reputação.

Assim, propõe-se a partir da identificação de problemas de incentivos, no Brasil, no que concerne à relação entre *startups* e investidores-anjo, um programa de *compliance* adaptado à *startups* para que sirvam como atrativo ao investimento-anjo.

Nesse sentido, é que a confiança trata-se de um atributo indissociável de um empreendimento bem-sucedido, a partir de uma sociedade ainda carente de cultura ética e de cumprimento da legislação, mecanismos jurídicos com o condão de atestar a seriedade de uma instituição, mostram-se peça fundamental no cenário empresarial contemporâneo e consistem em diferencial competitivo. A adaptação das *startups* a tais mecanismos jurídicos desde os primeiros passos, pode significar a concretização de incentivos ao investimento, principalmente proveniente do investidor-anjo.

O incentivo advém de redução da assimetria informacional e consequente inibição do surgimento do risco moral⁵⁹ e da seleção adversa⁶⁰. A confiança daí decorrente possibilitará a maior facilidade na alocação do recurso por parte do investidor e tornará a relação com a *startup* investida mais fluida.

⁵⁹ O risco moral ocorre quando as ações das partes do contrato não são diretamente observáveis, não podem ser objeto de negociação e não podem ser incorporadas ao contrato portanto, é um problema de ação oculta (CAMPOS, 2008, p.349).

⁶⁰ A seleção adversa se refere à situação na qual um lado do mercado não pode observar a qualidade ou tipo dos bens no outro lado do mercado. Aqui o problema é o tipo oculto (CAMPOS, 2008, p.349).

6 COMPLIANCE PROGRAMS E CONFIANÇA: CONSOLIDANDO OS INCENTIVOS REGULATÓRIOS

O elemento da confiança consiste em peça fundamental para consolidação dos incentivos regulatórios trazidos por um programa de *compliance*. Compreender tal elemento e sua influência na redução dos custos transacionais é essencial para construção de um programa efetivo, que realmente possa atrair o investimento-anjo e propiciar o desenvolvimento da *startup*.

Nesse ponto, verifica-se que os custos transacionais são balizados pela assimetria informacional, que se configura como a diferença do nível de informações que possuem cada um dos contratantes acerca do negócio jurídico a ser celebrado ou que já fora celebrado. No caso das *startups*, trata-se da diferença entre as informações que possuem os representantes/sócios da *startup* e o investidor-anjo acerca da própria *startup* e o mercado em que está inserida.

Segundo Santos, a informação assimétrica pode ser conceituada como:

[...] a diferença existente em uma relação contratual entre o agente e o principal em função de uma parte possuir mais informação do que a outra, ou seja, há informação oculta (*hidden information*). Neste caso, o principal é incapaz de observar o tipo do agente ou não é de seu conhecimento a qualidade dos bens ou simplesmente o comportamento (as ações) do agente não são plenamente observáveis, ou seja, existe uma ação oculta (SANTOS *et al.*, 2007, p. 459).

A assimetria informacional trata-se de um elemento chave para a relação entre o investidor e a *startup*, influenciando em questões como custo do investimento, devido à maior ou menor complexidade da *due diligence* necessária, valor do aporte, devido ao nível de confiança no negócio ou, em sendo excessiva a assimetria informacional, pode ser determinante para que o investimento não ocorra, frente à ausência de informações e necessidade de assunção excessiva de riscos.

Com o intuito de elucidar os imbróglis decorrentes da assimetria informacional, a doutrina utiliza-se da Teoria da Agência. Tal teoria surge da identificação de um conflito de interesses e informações entre os administradores e os acionistas das empresas que, no caso, aqui tratado, se referem aos investidores-anjo. A Teoria da Agência busca esclarecer a seleção adversa e risco moral, decorrentes da assimetria informacional, partindo da hipótese fundamental de que os agentes possuem interesses diferentes e cada um busca maximizar seus próprios objetivos.

A análise da Teoria da Agência passa pela configuração de duas figuras, o Agente⁶¹ e o Principal⁶², que possuem níveis de informação distintos quanto à relação contratual. Tal assimetria pode gerar dois problemas, quais sejam, a seleção adversa e o risco moral.

A seleção adversa acontece quando uma das partes possui informação assimétrica, ou seja, mais informações ou menos informações que o outro, sobre as condições de mercado antes de assinar um contrato. A Teoria da Agência trata como agente a parte que possui informação privada para decidir assinar ou não o contrato, não revelando seu tipo ao principal. (SNYDER; NICHOLSON, 2008; STADLER; CASTRILLO, 2009).

Entende-se que o problema de seleção adversa existe quando o agente possui mais informações que o principal antes do contrato, ou seja, o principal não sabe o tipo ou a qualidade dos bens que o agente detém, assim o principal colocará em oferta somente aquilo que lhe interessa.

Já o risco moral corresponde às ações de um indivíduo, que influenciam no cumprimento do contrato e que não são diretamente observáveis pelo principal. Este apenas observa os resultados das ações do agente. A assimetria aparece pelo fato de, depois da assinatura do contrato, o principal não poderá observar (ou não conseguirá verificar) as ações (ou esforço) do agente, além de não poder controlar essas ações. (SNYDER; NICHOLSON, 2008; STADLER; CASTRILLO, 2009)

Em suma, o risco moral acontece quando um lado do mercado não consegue observar as ações do agente, pela existência de uma ação oculta. Isto ocorre quando o principal não pode observar as ações do agente mesmo após o contrato, a ação deste não é verificável.

Essas duas consequências da assimetria informacional geram custos transacionais, uma vez que a parte que detém menos informações terá de realizar diligências antes e durante a relação contratual para minimizar seus riscos. Assim a assimetria informacional deve ser reduzida ao máximo para que os negócios ocorram

⁶¹ O agente é a parte que possui mais informações e que poderá omiti-las em uma relação contratual para benefício próprio. No caso da relação entre *startups* e investidor-anjo, o agente seria a *startups*, seus representantes que efetivamente estão operando a atividade empresarial.

⁶² O principal é a parte que possui menos informações quanto às ações que são praticadas pelo agente. No caso da relação entre *startups* x investidor-anjo, esse último seria o principal, que, em não havendo mecanismos de incentivos à redução da assimetria informacional, terá dificuldades de controle quanto às ações do agente em todas as fases contratuais.

com o menor custo transacional possível. Os incentivos à redução dos custos transacionais pelas *startups* para atrair o investimento-anjo passa pelo desenvolvimento de um ambiente seguro, onde a empresa deverá transmitir confiança ao investidor.

Nesse contexto, a confiança social ou interpessoal consiste em fator determinante para o crescimento econômico, na medida que é capaz de inibir o risco moral e a seleção adversa, reduzindo a assimetria informacional e influenciando diretamente na tomada de decisão dos *players* do mercado. Em se tratando de investimentos, o elemento confiança ganha ainda mais força, sendo essencial para uma alocação eficiente de recursos. Através do elemento confiança é que o *compliance* pode ser utilizado como ferramenta de incentivo ao investimento-anjo em *startups*.

As incertezas decorrentes da dinâmica do cenário onde estão introduzidas as *startups*, que compreende em inseguranças que vão desde o modelo de negócios a ser apresentado ao mercado ao ambiente regulatório em que atuam, geram desconfiança que prejudicam o desenvolvimento econômico.

A confiança, segundo Rousseau, Sitkin, Burt e Camerer (1998) consiste em estado psicológico no qual o sujeito aceita a vulnerabilidade levando em conta expectativas positivas das intenções ou comportamento de outro tornando desnecessários, ou menos necessários, mecanismos de controle.

Em se tratando de relações econômicas, aduz Axelrod (1984) que os atores do mercado identificam vantagem na cooperação, momento em que, (i) suas interações são repetidas; (II) possuem informações completas; e (iii) há um número pequeno de atores envolvidos. Os três elementos destacados pelo autor evidenciam o fato de a confiança configurar-se como fator essencial para as relações econômicas. As interações são repetidas quando há confiança mútua entre as partes; confiança essa que é decorrente das informações trocadas entre os agentes. Por fim, evidente que quanto menor o número de agentes envolvidos, mais propício um ambiente de confiança.

Kanck e Keefer concluíram que a confiança é propulsora do crescimento econômico na medida em que, em um ambiente de confiança são necessários menos custos para se proteger de eventuais explorações, podendo os recursos serem aplicados na atividade empresarial, com investimentos e inovação. Estudos realizados

pelos autores demonstram que a baixa confiança reduz a taxa de investimento, por outro lado, altas taxas de confiança possuem uma relação direta com o aumento do investimento em proporção do PIB (KANCK; KEEFER, 1997).

Em um ambiente onde a confiança está prejudicada, Locke (2001) advoga no sentido de que a confiança pode ser construída em decorrência da combinação de elementos de interesse próprio, intervenção governamental e a partir da elaboração de ferramentas de auto governança e monitoramento pelos próprios atores.

Assim, considerando o nível inapropriado de confiança na relação entre investidor-anjo e *startup* detectada a partir da insuficiência regulatória no Brasil, o programa de *compliance* pode estabelecer um ambiente apropriado, aumentando o nível de confiança entre os atores e incentivando a relação.

Um programa de *compliance*, portanto, deve possuir como cerne o elemento da confiança, baseado na transparência de suas atividades, passando informações ao investidor que possam ser auditadas, o que efetivamente consolidará incentivo à alocação do capital do investidor.

O programa de *compliance* é que colocará em prática todas as ações da empresa na busca da confiança e, portanto, deve ser arquitetado de acordo com as peculiaridades da organização.

Entretanto, o mercado vem exigindo elementos complementares à confiança que devem também fundamentar a atuação da empresa para que atinja o sucesso almejado. Para o desenvolvimento de um programa de *compliance* sólido e eficiente, é vital que a estruturação de tal programa esteja alinhada com o mercado global, o que quer dizer, atualmente, estar preocupado com atividade empresarial sustentável, com os objetivos de desenvolvimento sustentável estipulados pela Agenda 2030 da ONU.

6.1 Implicações da *Environmental Social and Governance* sobre a estrutura sistêmica do *Compliance*

A globalização, o advento das novas tecnologias, a Quarta Revolução Industrial e a Nova Economia, estão tornando a atividade empresarial gradativamente complexa, o mercado cada vez mais vem exigindo transparência, responsabilidade social e ambiental nos negócios a tal ponto que a não adaptação às novas exigências

vem significando a sucumbência das empresas não conformes. A estruturação de um programa de *compliance* não somente de acordo com o ordenamento jurídico, mas agregado às novas exigências, que engloba governança, responsabilidade social e ambiental passa a ser fundamental para *startup*, não somente para captação de recursos nacionais, mas sobretudo estrangeiros, uma vez que há movimentos consistentes no âmbito interno e externo no sentido do investimento sustentável.

Para concretização do *compliance*, é importante que a *startup* parta de um desenvolvimento de governança corporativa, fundada em responsabilidade social e ambiental.

Segundo o IBGC:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p.8).

Consiste, portanto, em uma forma de organização focada no relacionamento entre a empresa e seus *stakeholders*, no intuito de gerar confiança e facilitar a interação entre as partes, reduzindo a assimetria informacional e o conflito de agência.

Porto discorre sobre a importância da governança corporativa nos seguintes termos:

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (PORTO, 2020, p. 95).

A governança corporativa assenta-se em quatro princípios básicos: transparência⁶³, equidade⁶⁴, prestação de contas (*accountability*)⁶⁵ e responsabilidade corporativa⁶⁶. Esses princípios devem ser observados desde o surgimento da *startup*, mesmo que ela vá desenvolvendo a sua governança paulatinamente. A taxa de

⁶³ O princípio da transparência busca deixar as informações da empresa o mais acessíveis possível, e cobertas de veracidade a ponto de publicizá-las às partes interessadas.

⁶⁴ A equidade busca um tratamento igualitário entre todos os *stakeholders*, na medida de suas funções, o que gera um ambiente de confiança e respeito.

⁶⁵ O princípio da *Accountability* engloba prestação de contas com atuação responsável e comprometida dos agentes que podem ser responsabilizados perante terceiros.

⁶⁶ O princípio da responsabilidade corporativa visa expressar o compromisso da organização à sociedade e ao mercado.

mortalidade das *startups* é alta, mas o risco de insucesso pode ser reduzido por meio da adoção de boas práticas de governança que servirão como fundamento ao *programa de compliance*.

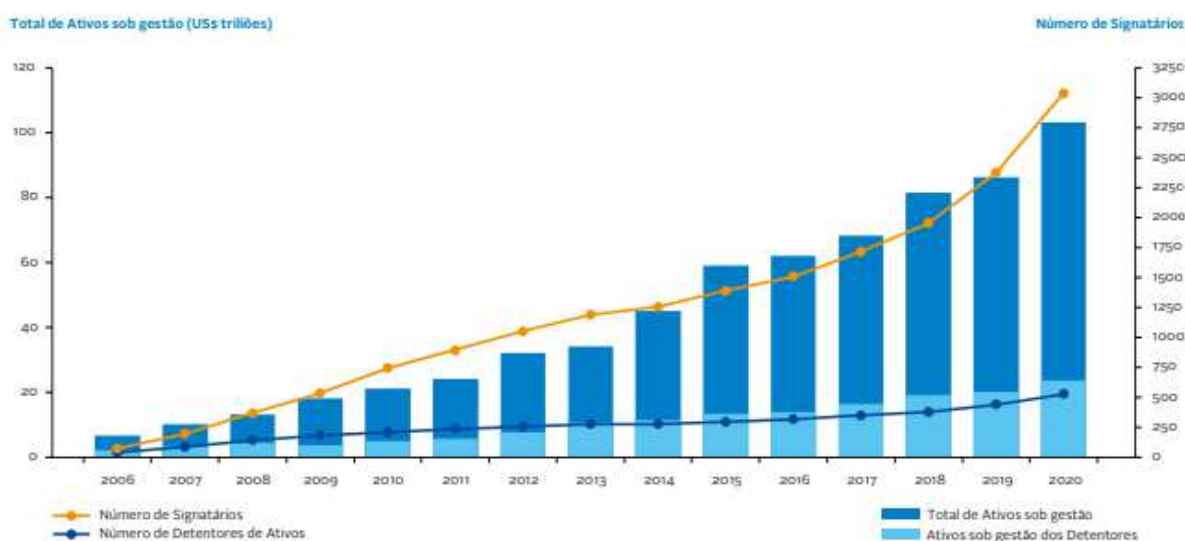
A construção da governança corporativa em *startups* deve iniciar-se por um desenho da empresa baseada em boas práticas, com definição pormenorizada das funções de cada integrante, de regimes de incentivos, dentro do próprio contrato social, o que propiciará o comportamento dos *stakeholders* conforme os objetivos da empresa, reduzindo o problema de agência, e embasando um sólido programa de *compliance*.

A construção da *startup* baseada em uma governança corporativa efetiva, dará fundamento ao programa de *compliance* e alavancará a confiança aos patamares desejados pelos investidores, além de representarem atração ao investimento sustentável, que vem ganhando forças no cenário mundial.

No âmbito global uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU desenvolveram os Princípios para o Investimento Responsável, que busca compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança. A iniciativa busca um sistema financeiro global economicamente eficiente e sustentável projetando uma criação de valor a longo prazo, beneficiando o meio-ambiente e a sociedade como um todo (PRINCÍPIOS..., 2019).

A iniciativa já possui mais de três mil signatários que representam valor investido de mais de 100 trilhões de dólares, conforme se verifica na tabela abaixo:

Figura 5 – Tabela de investimento sustentável



Fonte: PRINCÍPIOS..., 2019.

Segundo a organização, as empresas não têm como prosperar em um mundo de pobreza, desigualdade, agitação e estresse ambiental. Portanto, elas têm um interesse vital em garantir que a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável e seus 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS ou Objetivos Globais) sejam atingidos. Ao manter normas e princípios reconhecidos de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anticorrupção, as empresas dão uma contribuição essencial aos ODS (INTEGRANDO..., 2018).

De acordo com o relatório realizado pela *Global Reporting Initiative* desenvolver a atividade empresarial norteada pelas ODS engaja os *stakeholders*; ajuda nos processos decisórios sustentáveis em todos os níveis de uma empresa; molda a estratégia comercial; norteia a inovação, gera um desempenho melhor e a geração de valor; atrai investimentos (INTEGRANDO..., 2018).

Os ODS estão se tornando cada vez mais importantes também para os investidores diante do entendimento de que possuem uma função de articulação das questões ambientais, sociais e econômicas mais urgentes do mundo, acabam por receber incentivos a investimentos em empreendimentos que busquem atingir algum ODS da Agenda 2030.

Nesse sentido, existe um forte apelo comercial por investir em oportunidades alinhadas com os ODS, incluindo apoio aos investidores a fim de garantir retornos

estáveis, representar melhor os valores dos seus clientes e oferecer produtos financeiros sustentáveis que os diferenciam no mercado.

Assim, almejar os ODS pode representar ótimas oportunidades de negócio às *startups*, mas o oposto também é verdadeiro. Jogar contra esses objetivos pode ter graves consequências para as empresas e suas finanças e, dessa forma, para os retornos financeiros dos investidores.

Segundo a Pacto Global Rede Brasil, as práticas comerciais responsáveis atraem finanças sustentáveis, garantindo um ciclo virtuoso no fluxo de mercadorias, serviços e capitais que podem gerar externalidades positivas. Também é senso comum que tanto os investidores como as empresas se beneficiam com divulgações significativas sobre o desempenho e impacto da sustentabilidade. Embora os ODS ofereçam uma narrativa em comum para pensar e divulgar questões relacionadas à sustentabilidade, as empresas são encorajadas a relatar de forma clara sua contribuição com esses objetivos, de uma forma que seja relevante para os investidores, para garantir o máximo impacto (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

Assim, a governança corporativa, alinhada com a sustentabilidade social e ambiental presente desde o início da *startup*, aprimorado de acordo com o desenvolvimento da empresa, consiste em elemento essencial para embasar o programa de *compliance* e para concretizar incentivos à alocação de capitais pelo investidor-anjo.

De acordo com a Pacto Global Rede Brasil:

ESG é uma sigla em inglês que significa *environmental, social and governance*, e corresponde às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização. O termo foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*. Surgiu de uma provocação do secretário-geral da ONU Kofi Annan a 50 CEOs de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais. Na mesma época, a UNEP-FI lançou o relatório Freshfield, que mostrava a importância da integração de fatores ESG para avaliação financeira. Já em 2006, do PRI (Princípios do Investimento Responsável), que hoje possui mais de 3 mil signatários, com ativos sob gestão que ultrapassam USD 100 trilhões – em 2019, o PRI cresceu em torno de 20%. (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

Atualmente, a aplicação dos critérios ESG pelas empresas brasileiras vem ganhando força diante de seu potencial de promover a ampliação da competitividade no setor empresarial, tanto no mercado interno como no mercado externo. Atuar de acordo com ESG representa indicação de solidez, melhor reputação, resiliência, fatores fundamentais no cenário empresarial mundial.

De acordo com *Climate Change and Sustainability Services, da Ernest Young*, as informações ESG são essenciais hoje para a tomada de decisões dos investidores. E os critérios ESG estão totalmente relacionados aos ODS, realidade nas discussões no mercado de capitais. Os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável reúnem os grandes desafios e vulnerabilidades da sociedade como um todo. Com isso, apontam os principais itens a serem acompanhados de perto. Além disso, sinalizam as grandes oportunidades ao se relacionarem diretamente com as necessidades (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

No cenário nacional, a relação dos ODS com os negócios está presente nas grandes empresas. Segundo levantamento realizado com as companhias que fazem parte do ISE, Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3, 83% delas possuem processos de integração dos ODS às estratégias, metas e resultados (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

Nos últimos tempos, o termo ESG tem ganhado grande visibilidade, graças a uma preocupação crescente do mercado financeiro sobre a sustentabilidade. As questões ambientais, sociais e de governança passaram a ser consideradas essenciais nas análises de riscos e nas decisões de investimentos, colocando forte pressão sobre o setor empresarial.

Segundo relatório da PwC, até 2025, 57% dos ativos de fundos mútuos na Europa estarão em fundos que consideram os critérios ESG, o que representa US\$ 8,9 trilhões, em relação a 15,1% no fim do ano passado. Além disso, 77% dos investidores institucionais pesquisados pela PwC disseram que planejam parar de comprar produtos não ESG nos próximos dois anos (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

No Brasil, fundos ESG captaram R\$ 2,5 bilhões em 2020 – mais da metade da captação veio de fundos criados nos últimos 12 meses. Este levantamento foi feito pela *Morningstar* e pela *Capital Reset* (PACTO GLOBAL REDE BRASIL, 2021).

As implicações da ESG na estrutura sistêmica do *compliance*, mostram-se extremamente relevantes para concretizar um programa de *compliance* eficiente voltado a atrair não somente o investimento-anjo, mas o investimento em geral em todas as etapas de desenvolvimento da empresa.

Há práticas pertinentes e adequadas para cada uma das fases de desenvolvimento da *startup*. A implantação da governança e *compliance* pode ocorrer aos poucos e sofisticar-se ao longo da jornada. Cada fase de crescimento representa um momento propício para a adoção ou o aprimoramento de determinadas práticas.

7 FLUXOGRAMA PARA ESTRUTURAÇÃO DE UM PROGRAMA DE COMPLIANCE EM STARTUPS DE ACORDO COM SUAS FASES DE DESENVOLVIMENTO

Como resultado de pesquisa propõe-se o fluxograma para a estruturação e implementação do programa de *compliance* em *startups*, com o intuito de apoiar o empreendedor na construção de ferramenta jurídica capaz de atrair o investimento-anjo através da confiança, alterando a estrutura de incentivos.

O fluxograma consiste em diagrama⁶⁷ que se utiliza de formas geométricas conectadas por linhas que busca uma representação gráfica de um processo, sistema, algoritmo, representando uma sequência de atividades, demonstrando o que é realizado em cada etapa, as decisões que devem ser tomadas e até mesmo suas consequências.

Para representação gráfica da estruturação e implementação do programa de *compliance* foi escolhido o fluxograma em forma de processo, que busca identificar passos e etapas sequenciais que flui por meio de setas. O fluxograma estabelece uma relação de início, meio e fim. O início traz as entradas necessárias para dar o *start* no processo, o meio representa o processo em si, que se traduz nas medidas, ações tomadas para se chegar ao objetivo; já o fim, representa os resultados esperados com as atividades executadas.

O fluxograma auxilia a compreensão do processo e a identificar oportunidades de melhorias, facilita a comunicação entre as pessoas envolvidas no processo e dissemina informações sobre o próprio processo. A escolha de um fluxograma para servir como guia para a implementação do programa de *compliance* fundamenta-se na própria essência da *startup*, que envolve inovação, disrupção, dinamismo, e necessita de ferramenta capaz de auxiliar a tomada de decisão em cada uma das fases do empreendimento. Nesse sentido o fluxograma é fundamental para a simplificação e racionalização do trabalho, permitindo a compreensão e posterior otimização dos processos desenvolvidos pela organização.

Na construção do fluxograma foram utilizadas formas geométricas e setas que identificam o processo e seu fluxo. Cada uma das formas geométricas e símbolos










⁶⁷ Diagrama se refere a uma representação gráfica para explicar um processo, um sistema ou um algoritmo.

representa um significado específico, por exemplo: o retângulo representa um processo, uma ação, ou uma função; o início e o fim de um processo são representados por uma forma oval; o losango representa decisões, sendo que suas conexões podem ilustrar diferentes possibilidades de deliberações e suas consequências, o retângulo com a linha inferior curva representa entrada e saída de documentos; por sua vez, os círculos representam conectores, que são utilizados para conectar as partes de um mesmo fluxograma; colchetes podem ser utilizado para explicações complementares a determinado processo.

Importante salientar que há diversas outras formas utilizadas em fluxogramas, sendo que as principais estão esquematizadas nas seguintes tabelas, que são apresentadas para a compreensão da metodologia do fluxograma resultado da presente pesquisa.

A primeira tabela representa a simbologia básica:

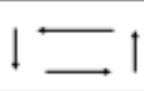




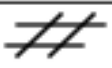
Figura 6 – Simbologia básica de um fluxograma

TÍTULO	SÍMBOLO	REPRESENTA
Terminal		Ponto de início e término do fluxo
Processamento		Operações manuais
Documento		Relatórios, formulários, documentos, fichas, etc
Emissão Doc.		Doc. emitidos p/ computador ou manualmente
Decisão		Possibilidade de alternativas (sim/não, +/-, etc)
Pr. Predefinido		Ponto limitrofe e de interseção entre processos
Microcomput.		Entrada/saída de dados de mini/microcomputadores
Arq. definitivo		Arquivo permanente de materiais ou documentos
Arq. provisório		Arquivo temporário de materiais ou documentos

Fonte: UNIVERSIDADE FEDERAL DE OUTO PRETO, pg. 23.

A segunda tabela representa a simbologia complementar:





Figura 7 – Simbologia complementar de um fluxograma

TÍTULO	SÍMBOLO	REPRESENTA
Fluxo do processo		E indica o fluxo de informações e de operações
Conector de fluxo		Conexão do fluxo na mesma página
Conector de página		Conexão de fluxo de uma pág. para outra pág.
Conector de página/fluxo		Conexão de fluxos para páginas diferentes
Teleprocessamento		Comunicação, via teleprocessamento
Atenção		Falhas e possibilidades de racionalização

Fonte: UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO, pg 25.

A terceira tabela representa a simbologia eventual a ser utilizada em fluxogramas mais específicos:

Figura 8 – Simbologia eventual de um fluxograma

TÍTULO	SÍMBOLO	REPRESENTA
Volumes em geral		Materiais, peças, e outros tipos de volumes que fazem parte de um processo
Fita magnética		Arquivo magnético em fita (<i>Digital Audio Tape, Digital Linear Tape, etc</i>)
Disco		Arquivo em disco (óptico, CD-ROM, DVD, etc)
Informações adicionais		Observações, explicações ou algo inserido no processo

Fonte: UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO, pg 25.

No fluxograma foram utilizados símbolos básicos, complementares e eventuais, quais sejam: figuras ovais, que representam início e fim, retângulos, que representam processos/ações, retângulos com a base inferior ondulada, que representam documentos, losango, que representa decisões/alternativas, o paralelograma que representa um resultado e setas, que identificam a ligação entre cada etapa e a direção do fluxo.

Sendo assim, apresenta-se um fluxograma que mapeia, organiza e apresenta de forma visual um projeto de implementação escalonada do programa de *compliance* com início na fase de ideação da *startup* alcançando a etapa de escala. A construção do programa de *compliance* de forma escalonada busca congruência das ações a serem tomadas com a realidade e necessidades da empresa em cada uma de suas fases de desenvolvimento, com o intuito de não atravancar o rápido crescimento que a elas é inerente.

A distinção entre as fases de desenvolvimento da *startup* está identificada no fluxograma por diferentes cores que preenchem os símbolos, sendo a cor verde a fase de ideação, a cor azul a fase de validação, a laranja, a fase de tração e a vermelha, a fase de escala.

Em amarelo foram destacados os incentivos ao investimento decorrentes das ações anteriores. Tais incentivos foram destacados com o intuito de propiciar uma visão tanto à *startup* e pessoas que a integram, como ao próprio investidor-anjo acerca das vantagens que a implementação do programa de *compliance* escalonada proporciona.

A base do programa é construída com ações de governança corporativa, já preocupada com análise de riscos e tomadas de decisão relacionadas aos impactos nas ODS da agenda 2030 da ONU, e ESG, tais ações estão alocadas na cor verde, que representa a fase de ideação da *startup*.

Na sequência são incluídos processos necessários à formalização da pessoa jurídica, bem como processos de delineamento da empresa, abrangendo aspectos contratuais, separação do patrimônio e contabilidade dos sócios da empresa e a própria empresa e relação com *stakeholders*, especialmente com investidores.

O fluxo segue com ações para proteção da propriedade intelectual e mecanismos eficientes de prestação de contas, tais ações estão alocadas quando a

empresa já possui, pelo menos, o seu MPV, ou seja, fase de validação, representada pela cor azul.

Com o subir dos degraus, chegando à fase de tração, representada pela cor laranja, passa-se à construção de elementos mais específicos do *compliance*, como elaboração de um código de ética, definição de um responsável pelo *compliance*, processos de treinamento, processos de *due diligence*, processos para controles internos, criação de canais de denúncia, processos de investigação e sanções.

Na fase final da *startup*, qual seja, a fase de escala, que no fluxograma está representada pela cor vermelha, propõe-se etapas de aprimoramento das fases anteriores do fluxograma e comunicação externa das medidas tomadas, já visando não somente o investimento-anjo, mas investimentos mais robustos provenientes até mesmo da bolsa de valores.

Cumprе esclarecer que o fluxograma foi desenhado com ideias gerais, que poderão ser adaptadas e aprimoradas em cada caso concreto para tornar-se efetivo no combate à assimetria informacional existente na relação investidor-anjo e *startup*, que gera altos custos transacionais e afasta o investimento-anjo.

O fluxograma representa a visualização gráfica de toda a fundamentação teórica desenvolvida na pesquisa, mas, mais do que isso, uma ferramenta guia para que as *startups* implantem programas de *compliance*, não apenas *pro forma*, mas que efetivamente sejam capazes de propiciar uma relação fluida com o investidor-anjo e que lhes possibilite prosseguir.

Importante referir que o investimento-anjo pode se dar em qualquer das fases do empreendimento, o que significa que, de acordo com a proposta, o programa de *compliance* estará em estágios distintos de desenvolvimento, entretanto, os incentivos serão claramente perceptíveis em todas as fases, com a redução de riscos ao investidor e consequente geração de incentivos desde a fase inicial.

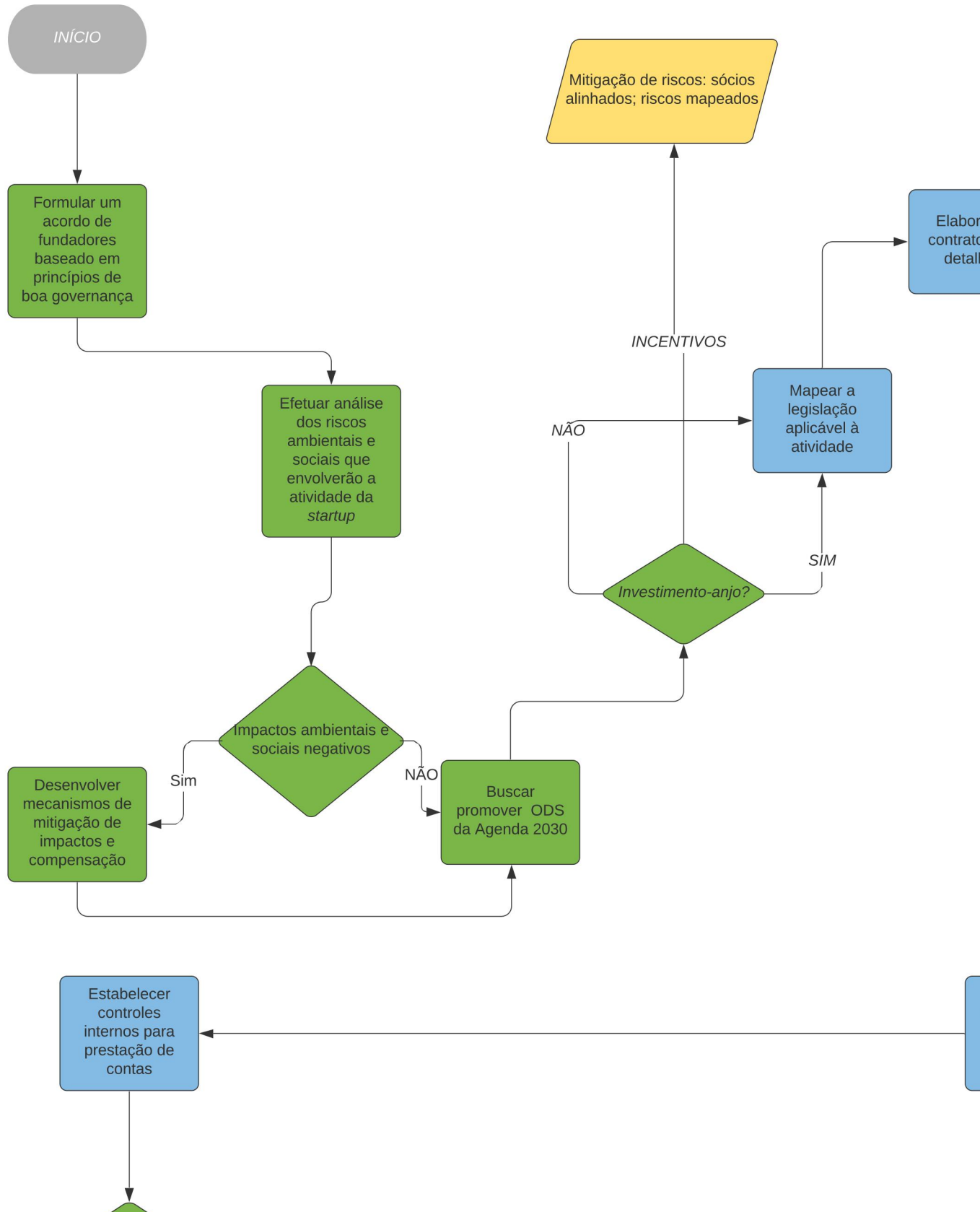
O fluxograma foi desenvolvido durante a elaboração da dissertação. Para sua confecção foi utilizado o programa de computador *Lucidchar*⁶⁸.

⁶⁸ Plataforma proprietária baseada na web, produzida pela empresa *Lucid Software Inc.*, com sede em Utah, Estados Unidos.

Figura 9 – Programa de Compliance para a

Programa de Compliance para a conquista do investimento-anjo

gabriel.faleiro94 | October 8, 2021



8 CONCLUSÃO

A presente pesquisa, a partir de um contexto de desenvolvimento econômico sustentável fundado na inovação, buscou analisar sob o prisma da Teoria da Análise Econômica do Direito a relação econômico-sustentável existente entre *startups* e investidores-anjo no Brasil, em um cenário de globalização e segundo a Agenda 2030, constatou a eficiência da falha regulatória que altera os custos a economia dos custos de transação e reflete na falta de incentivo regulatório ao investimento-anjo e analisou o *compliance* e sua efetiva influência na tomada de decisão do investidor-anjo.

Constatou-se que as *startups* possuem grande valor na conjuntura econômica atual e na concretização do programa constitucional brasileiro, uma vez que são propulsoras da inovação, responsáveis pela disrupção e pela quebra da economia circular, como tratada por Schumpeter. Entretanto, necessitam da construção de ambiente mercadológico adequado, que propicie o seu desenvolvimento. A construção desse ecossistema parte do desenvolvimento de um Sistema Nacional de Inovação efetivo, o que envolve a atuação conjunta de diversos *stakeholders*, como outras empresas, universidades, governo, bem como regulação.

Como problema de pesquisa, constatou-se que não obstante a importância dada à inovação desde a Constituição Federal de 1988 pela constituição Brasileira, em seus artigos 170 e 219, a legislação ordinária tardou a aparecer, sendo que somente em 2004 foi sancionada a Lei da Inovação, posteriormente atualizada pela Lei nº13.243 de 2016. Em razão do recente histórico regulatório e do seu descompasso com o ecossistema atual, o Sistema Nacional de Inovação brasileiro apresenta-se ainda precário e ineficiente, contribuindo para a sucumbência de uma a cada quatro *startups* no primeiro ano de atividade, número que sobe para quatro a cada cinco se analisadas *startups* de até cinco anos de atividade.

No que tange às *startups*, a legislação nacional é ainda mais restrita, somente em 2019 com a Lei 167/2019, tratou-se de *startups*, sendo que sua conceituação mais apurada se deu apenas no ano de 2021, com a Lei Complementar 182. Da mesma forma o investimento-anjo foi tratado pela legislação brasileira somente na LC 155/2016, também sofrendo aprimoramento conceitual com a referida lei complementar de 2021.

No que se refere à Lei Complementar 182, constata-se uma frustração no que tange à consolidação de incentivos ao investimento-anjo. A referida legislação, que foi idealizada justamente para trazer mais segurança jurídica e fomentar o ecossistema, no que tange aos incentivos regulatórios, especialmente ao investimento-anjo em *startups*, restringe-se ao estabelecimento de conceitos, definições, seja de *startups*, seja de investimento-anjo e suas modalidades de contratos de aporte de capital.

O investimento-anjo, apesar do Marco Legal das Startups, ainda sofre com a insegurança jurídica decorrente de possível responsabilização, seja no âmbito do Direito do Trabalho, seja na seara tributária, além de não haver disposição que trate efetivamente da regulação da atividade da *startup* que possa representar incentivos ao investimento-anjo.

A regulação descompassada com a realidade mercadológica e o alto risco de empreender no país vem desincentivando o investimento em *startups*, ocasionando uma mortalidade das empresas e baixos índices de inovação.

Verificou-se que o principal determinante dessa adversidade está relacionado à falta de segurança jurídica, altos riscos ao investidor e à assimetria informacional existente entre o investidor e a *startup* que geram custos transacionais altos, que prejudicam a relação.

A partir dessa constatação advinda dos objetivos específicos da pesquisa, confirmou-se a hipótese inicial de que a presença de um programa de *compliance*, representa um incentivo ao investimento-anjo em *startups* brasileiras.

O programa de *compliance* deve ser estruturado a partir da governança corporativa, construída paulatinamente em cada fase de desenvolvimento da *startup* e fundada em princípios não somente de conformidade legal, mas de sustentabilidade, norteado pelos objetivos da Agenda 2030 da ONU, devendo ser adaptado às peculiaridades de *startups* sem prejuízo do desenvolvimento rápido e escalável inerente a esses empreendimentos.

Assim, como resultado de pesquisa apresenta-se, mediante um fluxograma, um modelo de estruturação de um programa de *compliance*, adequado a cada uma das quatro fases da *startup*, quais sejam, ideação, validação, tração e escala, apoiado em pilares não somente voltados à conformidade legal, mas também à governança e sustentabilidade, a ser utilizado por *startups* brasileiras como ferramenta de incentivo

à captação de investimentos, demonstrando confiança ao mercado em geral e reduzindo os custos transacionais.

Destaca-se que o resultado da pesquisa se limita à construção, estruturação e implementação do programa de *compliance* em *startups* brasileiras, não abrangendo análise posterior à implementação, sendo que outra pesquisa deverá realizar a coleta de dados de impacto de tal implementação aqui construída.

REFERÊNCIAS

- ABSTARTUPS. Aprenda já o que é o capital semente. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Blog**. [S. l.], 18 jan. 2017a. Disponível em: <https://abstartups.com.br/aprenda-ja-o-que-e-o-capital-semente/>. Acesso em: 8 fev. 2019.
- ABSTARTUPS. Feita por *startups* para *startups*. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Startups**: Definição. [S. l.], c2021. Disponível em: <https://abstartups.com.br/sobre/>. Acesso em: 24 jan. 2021.
- ABSTARTUPS. Incubadora de empresas: o que é e para que serve? *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Blog**. [S. l.], 13 abr. 2017b. Disponível em: <https://abstartups.com.br/incubadora-de-empresas-o-que-e-e-para-que-serve/>. Acesso em: 21 mar. 2021.
- ABSTARTUPS. Mas afinal, o que são startups?. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS.
- ABSTARTUPS. **O momento da Startup brasileira e o futuro do ecossistema de inovação**. [S. l.], 2017c. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Radiografia_v26.pdf. Acesso em: 23 jan. 2021.
- ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO. **O novo marco legal da ciência tecnologia & inovação**: reflexões em tempos de covid-19. [S. l.], 2020. Disponível em: https://www.moodle.unisinos.br/pluginfile.php/69936/mod_resource/content/1/Marco%20Legal%20CTI%20e%20COVID-19%20-%20Ca%CC%82mara%20CTI%20-%20Apresentac%CC%A7a%CC%83o%20Escola%20da%20AGU%20-%202018-05%20-%20versa%CC%83o%20final%20consolidada%2018-5-20%2015h34%20%281%29.pdf. Acesso em: 7 mar. 2021.
- ANJOS DO BRASIL. **Guia do Investimento Anjo e documentos legais**. [S. l., 2016]. Disponível em: https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf. Acesso em: 22 out. 2020.
- ANJOS DO BRASIL. **O Crescimento do Investimento Anjo**: Pesquisa 2018. [S. l.], 2018. Disponível em: http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/pesquisa_crescimento_do_investimento_anjo_-_anjoes_do_brasil_-_ago-18.pdf. Acesso em: 13 fev. 2019.
- ANJOS DO BRASIL. O que é um investidor-anjo? *In*: ANJOS DO BRASIL. **Notícias e conteúdo de qualidade sobre investimento anjo no Brasil**. [S. l.], c2021. Disponível em <http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>. Acesso em: 13 fev. 2019.
- ARAÚJO, Adriana. **Análise da Regulação do Investimento Anjo no Brasil**. 2017. Monografia (Bacharel em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/17692/1/2017_AdrianaPereiraDamascenodeAraujo.pdf. Acesso em: 4 out. 2021.

ARRUDA, Carlos *et al.* **Causa da Mortalidade de Startups Brasileiras**: O que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado? [S. l.]: Fundação Dom Cabral, 2015. Disponível em:

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiT06mQvrbzAhXuGbkGHdPVAYgQFnoECAoQAQ&url=http%3A%2F%2Fois.sebrae.com.br%2Fwp-content%2Fuploads%2F2015%2F08%2FCausas-da-mortalidade-das-startups-brasileiras.pdf&usg=AOvVaw0x_Zs6XdS_8UGwaHZC1vAY. Acesso em: 30 jan. 2021.

ARRUDA, Pablo Gonçalves; MADURO, Mariana. O novo investidor anjo nas Startups a partir da LC 155/16 (PARTE 1). **Migalhas**, São Paulo, 24 jul. 2017. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/dePESO/16,MI262391,21048-O+novo+investidor+anjo+nas+Startups+a+partir+da+LC+15516+Parte+1>. Acesso em: 17 abr. 2021.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DAS EMPRESAS INOVADORAS. A importância do Sistema Nacional de Inovação para o desenvolvimento. *In*: Associação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento das Empresas Inovadoras. **Cooperação para Inovação**. São Paulo, 15 jul. 2019. Disponível em: <https://anpei.org.br/a-importancia-do-sistema-nacional-de-inovacao-para-o-desenvolvimento/#:~:text=Dito%20isso%2C%20o%20Sistema%20Nacional,capacidade%20de%20se%20gerar%20inova%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 5 mar. 2021.

AXELROD, Robert. **The evolution of cooperation**. New York: Basic Books, 1984.

BECK, Ulrich. **A metamorfose do mundo**: os novos conceitos para uma nova realidade. Rio de Janeiro: Zahar, 2018.

BERNARDINO, Diogo. Fundos de Venture Capital e Private Equity: breve análise sobre sua evolução, características e importância. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 61, p. 45-77, jul./set. 2013.

BOTELHO, A.J.J.; DIDIER, D.; RODRIGUEZ, M.V.R. Impulsionando o Take-off da Inovação no Brasil: O Invesstidor Anjo. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos** [...]. Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-gctb-0483.pdf. Acesso em: 4 out. 2021.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **PLC 249/2020**. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2020. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2264491>. Acesso em: 20 jan. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015**. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2015. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/decreto/d8420.htm. Acesso em: 22 maio 2021.

BRASIL. **Decreto-Lei nº5.452 de 1º de maio de 1943**. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. RJ: Presidência da República, 1943. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del5452.htm. Acesso em 21/12/2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991. Brasília, DF: Presidência da República, 2016a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 31 jul. 2020.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021**. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm. Acesso em: 19 jun. 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.243, de 11 de janeiro de 2016**. Dispõe sobre estímulos ao desenvolvimento científico, à pesquisa, à capacitação científica e tecnológica e à inovação e altera a Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, a Lei nº 6.815, de 19 de agosto de 1980, a Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993, a Lei nº 12.462, de 4 de agosto de 2011, a Lei nº 8.745, de 9 de dezembro de 1993, a Lei nº 8.958, de 20 de dezembro de 1994, a Lei nº 8.010, de 29 de março de 1990, a Lei nº 8.032, de 12 de abril de 1990, e a Lei nº 12.772, de 28 de dezembro de 2012, nos termos da Emenda Constitucional nº 85, de 26 de fevereiro de 2015. Brasília, DF: Presidência da República, 2016b. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2015-2018/2016/Lei/L13243.htm. Acesso em: 24 abr. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 13 abr. 2021.

BRASIL. **Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011**. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm. Acesso em: 22 maio 2021.

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013**. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2013. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm. Acesso em: 22 maio 2021.

BRASIL. **Lei nº 8.429, de 2 de junho de 1992**. Dispõe sobre as sanções aplicáveis aos agentes públicos nos casos de enriquecimento ilícito no exercício de mandato, cargo, emprego ou função na administração pública direta, indireta ou fundacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1992. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8429.htm. Acesso em: 22 maio 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019**. Institui os Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 30 out. 2021.

BRASIL. Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. **Livro Azul da 4ª Conferência Nacional de Ciência e Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento Sustentável**. Brasília: MCT/CGEE, 2010.

CAI, Y. **Enhancing context sensitivity of the Triple Helix model**: An institutional logics perspective. Triple Helix XI International Conference: The Triple Helix in a context of global change: continuing, mutating or unravelling? London, Jun 2013. Disponível em: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/8688>. Acesso em: 25 abr. 2021.

CAMPOS, Humberto Alves de. Falhas de mercado e falhas de governo: uma revisão da literatura sobre regulação econômica. **Prismas: Direito, Políticas e Mundialização**, Brasília, DF, v. 5, n. 2, p. 341-370, jul./dez. 2008.

CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. São Paulo: Paz e Terra, 2003.

CHESBROUGH, H.W. **Open Innovation**: the new imperative for creating and profiting from technology. Boston: Harvard Business School Press, 2003.

CHESBROUGH, Henry W; WEIBLEN, Tobias. Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. **University of California**, Berkeley, v. 57, n. 2 winter 2015.

COHEN, Susan. What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels. **Innovations**, [s. l.], v. 8, n. 3-4, p. 19-25, 2013.

COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. **Manual de compliance**: preservando a boa governança e a integridade das organizações. São Paulo: Atlas, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa nº 626, de 15 de maio de 2020**. Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório). Rio de Janeiro: CVM, 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst626.html>. Acesso em: 21 fev. 2021.

COMITÊ GESTOR DA INTERNET NO BRASIL. **Documentos da Cúpula Mundial sobre a Sociedade da Informação**: Genebra 2003 e Túnis 2005. São Paulo: Comitê Gestor da Internet no Brasil. Disponível em: https://cgi.br/media/docs/publicacoes/1/CadernosCGIbr_DocumentosCMSI.pdf. Acesso em: 19 set. 2020.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION. **Gerenciamento de Riscos Corporativos**: Estrutura Integrada. [S. l.]: COSO, c2007. Disponível em: <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary-Portuguese.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2020.

CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES (SMES), 2., 2004, Instambul. **Proceedings** [...]. Instambul: Organisation For Economic Co-Operation And Development, june 2004.

CONTABILIDADE NA TV. **As muitas maneiras de investir em startups**. Disponível em: <http://www.contabilidadenatv.com.br/2018/09/as-muitas-maneiras-de-investir-em-startups/>. Acesso em: 8 fev. 2019.

CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO; INSTITUTO ETHOS. **A responsabilidade social das empresas no combate a corrupção**. Brasília, DF: CGU, 2009. Disponível em: https://www.ethos.org.br/wp-content/uploads/2013/10/Pacto_Empresarial-Resp_das_emp_no_comb_corrup.pdf. Acesso em: 1 jan. 2020.

COOTER, Robert; SHAEFFER, Hans-Bernd. **Solomon's knot**: How law can end proverty of Notions. Berkeley: Princeton University Press, 2011.

DOING BUSSINES. Classificação das Economias. *In*: THE WORLD bank. [S. l.], 2019. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/rankings#:~:text=de%20Fazer%20Neg%C3%B3cios-,Classifica%C3%A7%C3%A3o%20das%20economias,atividades%20de%20uma%20empresa%20local>. Acesso em: 15 set. 2020.

ENDEAVOR BRASIL. Prevenindo com o *compliance* para não remediar com o caixa. *In*: ENDEAVOR. [S. l.], 26 abr. 2017. Disponível em: <https://endeavor.org.br/pessoas/compliance/>. Acesso em: 31 dez. 2019.

ETZKOWITZ, H.; BRISOLLA, S. Failure and Success: The Fate of Industrial Policy in Latin America and South East Asia. **Research Policy**, Holanda, v. 28, n. 4, n. 337, n. 350, 1999.

ETZKOWITZ, Henry. **The triple helix**: university-industry-government innovation in action. Abingdon: Routledge, 2008.

FALCÃO, João Pontual de Arruda. **Startup law Brasil**: o direito brasileiro rege mas desconhece as startups. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18186>. Acesso em: 11 fev. 2019.

FERRY, Luc. **A inovação destruidora**: ensaio sobre a lógica das sociedades modernas. Rio de Janeiro: Objetiva, 2015.

FREEMAN, Chris. The 'National System of Innovation' in historical perspective. **Cambridge Journal of Economics**, [s. l.], v. 19, n. 1, p. 5-24, 1995.

GICO JUNIOR, Ivo Teixeira. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. **Economic Analysis of Law Review**, [s. l.], v. 1, n. 1, p. 7-33, jan./jun. 2010.

GIOVANINI, Wagner. **Compliance**: a excelência na prática. São Paulo: [s. n.], 2014.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR. **Empreendedorismo no Brasil**. [S. l.]: IBQP, 2019. Disponível em: <https://ibqp.org.br/PDF%20GEM/Relat%C3%B3rio%20Executivo%20Empreendedorismo%20no%20Brasil%202019.pdf>. Acesso em: 30 jan. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa de Inovação 2017**: PINTEC. [S. l.]: IBGE, 2017. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101706_informativo.pdf. Acesso em: 7 mar. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança corporativa para startups & scale-ups**. São Paulo: IBGC, 2019. (Série IBGC Segmentos).

INSTITUTO EUVALDO LODI. **Mapa de clusters tecnológicos e tecnologias relevantes para competitividade de sistemas produtivos**. Brasília, DF: IEL/NC, 2017.

INTEGRANDO os ODS nos relatórios corporativos: um guia prático. [S. l.]: Business Reporting on the SDGs, 2018. Disponível em: https://d15k2d11r6t6rl.cloudfront.net/public/users/Integrators/7ba73aaa-3da9-4cf1-abf2-ccc85dea5875/uid_3084837/2018%20-%20Integrando_os_ODS_nos_Relatrios_Corporativos_-_um_Guia_Prtico.pdf. Business Reporting on the SDGs, 2018. Acesso em 31 jul. 2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION. **About us**: ISO is an independent, non-governmental international organization with a membership of 166 national standards bodies. *In*: ISO. [S. l.], c2021. Disponível em: <https://www.iso.org/about-us.html>. Acesso em: 21 maio 2021.

KANCK, S; KEEFER, P. Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation. **Quartely Journal of Economics**, [s. l.], v. 112, n. 4, 1997.

LOCKE, M. Richard. Construindo Confiança. **Economica**, [s. l.], v. 3, n.2, p. 253-281, 2001.

LUHMANN, Niklas. **Organizati3n y decisi3n**: autopoiesis, acci3n y entendimiento comunicativo. Tradutor D. R. Mansilla. Santiago do Chile: Instituto de Sociologia, 1997.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 37. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

MAZZUCATO, Marianna. **O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. Tradução: Elvira Serapicos – 1ª ed. – São Paulo : Portfolio – Penguin, 2014.

MERCADO de 62 mil players, que cresce 20% ao ano, startups movimentam a cena no Brasil. **Terra**, São Paulo, 19 nov. 2018. Disponível em: <https://www.terra.com.br/noticias/dino/mercado-de-62-mil-players-que-cresce-20-ao-ano-startups-movimentam-a-cena-no-brasil,e27490fa85817f0325eff9e7aa8d16e0sziz90t3.html>. Acesso em: 8 fev. 2019.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Marco Legal de Startups**. Gov.br, Brasília, 22 dez. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/marco-legal-de-startups>. Acesso em: 22 dez. 2021.

NAKAGAWA, Marcelo Hisroschi. **Empresa Inovadora de Base Tecnológica: um modelo de desenvolvimento para o contexto brasileiro**. São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Engenharia) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2008.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. 8 Trabalho decente e crescimento econômico. *In*: NAÇÕES UNIDAS BRASIL. **Objetivos de Desenvolvimento Sustentável**. Brasília, DF, c2021. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/pos2015/ods8/>. Acesso em: 29 jul. 2020.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável. *In*: NAÇÕES UNIDAS DO BRASIL. **Publicações**. Brasília, DF, 15 set. 2015. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/91863-agenda-2030-para-o-desenvolvimento-sustentavel>. Acesso em: 30 jul. 2020.

PACTO GLOBAL REDE BRASIL. Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa. *In*: PACTO GLOBAL REDE BRASIL. **ESG**. [S. l., 2021]. Disponível em: https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg?gclid=CjwKCAjwos-HBhB3EiwAe4xM90ZN--f1_NosrLZz8lJEZXU7TxJR10gpj3d8h7PjEqI3yvMVOQoCWBoCAKAQAvD_BwE. Acesso em: 28 ago. 2021.

PELLIN, Daniela. **A autorregulação regulada da Tríplice Hélice: A estruturação da boa governança em nanociência e nanotecnologia**. 2019. Tese (Doutorado em Direito Público) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2019.

POLINSKY, A. Michell. Economic Analysis as a Potentially Defective Product. **Harvard Law Review**, [s. l.], p. 1655-1681, 1974.

PONDÉ, J.L. **Coordenação e aprendizado**: elementos para uma teoria das inovações institucionais nas firmas e nos mercados. 1993. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1993.

PORTO, Éderson Garin. **Compliance & Governança Corporativa**: Uma abordagem prática e objetiva. Porto Alegre: Laboratory, 2020.

POSNER, Richard A. The Economic Approach to Law. **Texas Law Review**, [s. l.], v. 53, n. 4, 1975.

POSNER, Richard A. **Theories of economic regulation**. [S. l.]: NBER, 1974. (Working paper, n. 41).

PRINCÍPIOS para o Investimento Responsável (PRI). London: PRI, 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>. Acesso em: 31 jul. 2021.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; DINIZ, Patrícia Dittrich Ferreira. Compliance e Lei Anticorrupção nas empresas. **Revista da Informação Legislativa**, Brasília, DF, v. 52, n. 205, jan./mar. 2015. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/52/205/ril_v52_n205_p87.pdf. Acesso em: 2 jan. 2020.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Leya, 2012.

ROUSSEAU, D. M.; SITKIN, S. B.; BURT, R. S.; CAMERER, C. **Not so different aftes all**: A cross -discipline view of trust. [S. l.]: Academy of Management Review, 1998.

SANTOS, José. L. dos *et al.* **Teoria da contabilidade**: introdutória, intermediária e avançada. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, Renato de Almeida dos. **Compliance como ferramenta de mitigação e prevenção da fraude organizacional** 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/979>. Acesso em: 6 out. 2021.

SCHUMPETER, Joseph A. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Zahar, 1984.

SCHUMPETER, Joseph. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Nova Cultural, 1997.

SCHWAB, Klaus. **A quarta revolução industrial**. Trad. Daniel Moreira Miranda. São Paulo: Edipro, 2016.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS
Pequenos Negócios em Números. *In*: SEBRAE. **Institucional**. [S. l.], 7 jun. 2018.

Disponível em:

[https://m.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=Os%20pequenos%20neg%C3%B3cios%20empresariais%20s%C3%A3o,e%20pequenas%20empresas%20\(MPE\)](https://m.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=Os%20pequenos%20neg%C3%B3cios%20empresariais%20s%C3%A3o,e%20pequenas%20empresas%20(MPE).). Acesso em: 31 jul. 2020.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS.

Descubra o que é o smart Money e como postar nesse investimento. *In*: SEBRAE.

Empreendedorismo. [S. l.], 21 fev. 2020. Disponível em:

<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/descubra-o-que-e-smart-money-e-como-apostar-neste-investimento,616913074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>. Acesso em: 10 mar. 2021.

SNYDER, C.; NICHOLSON, W. **Microeconomic Theory**: Basic principles and extensions. 10. ed. Thomson, 2008.

SPENCER, Ante E. **Creative Capital**: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital. Cambrige: Harvard Business Press, 2008.

STADLER, I. Macho; CASTRILLO, J. D. Pérez. **An introduction to the economics of information**: Incentives and contracts. 2. ed. Oxford: [s. n.], 2009.

STARTUPBASE. ESTATÍSTICAS. *In*: STARTUPBASE. [S. l.], c2021. Disponível em: <https://startupbase.com.br/home/stats>. Acesso em: 24 jan. 2021.

TAKAHASHI, Tadao (org.). **Sociedade da Informação no Brasil**: Livro Verde.

Brasília, DF: MCT, 2000. Disponível em:

<http://livroaberto.ibict.br/bitstream/1/434/1/Livro%20Verde.pdf>. Acesso em: 23 fev. 2020.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO. **Ergonomia e fluxograma**.

Disponível em:

http://professor.ufop.br/sites/default/files/fred/files/fluxograma_e_organograma.pdf. Acesso em: 08 out. 2021.

ULEN, Thomas; COOTER, Robert. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval de. **Economia**: micro e macro. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

WETZEL, William E. Angels and Informal Risk Capital. **Sloan Management Review**, [s. l.], v. 24, n. 4, 1983.

ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito e Economia**: análise econômica do Direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.