

VENTURE CAPITAL GOVERNAMENTAL E AS IMPLICAÇÕES NO DIREITO ADMINISTRATIVO BRASILEIRO

GOVERNMENTAL VENTURE CAPITAL AND ITS IMPLICATIONS IN BRAZILIAN ADMINISTRATIVE LAW

JONATHAN BARROS VITA

Cursou estágio pós doutoral como Senior visiting research fellow na Wirtschaftsuniversitat Wien. Doutor e Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e Mestre em segundo nível em Direito Tributário da Empresa pela Universidade Comercial Luigi Bocconi. Coordenador e professor titular do Mestrado e Doutorado em Direito da Universidade de Marília. Advogado, Consultor Jurídico e Contador. E-mail: jbvita@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3991-004X>.

JAQUELINE MARIA RYNDACK

Pós-doutoranda em Direito pela Universidade de Marília (UNIMAR) e pós-doutoranda em Direito Empresarial e Cidadania pelo Centro Universitário Curitiba (UNICURITIBA). Doutora em Direito pela Universidade de Marília (UNIMAR). Mestre em Direito Empresarial e Cidadania no Centro Universitário Curitiba (UNICURITIBA). Advogada, pesquisadora e parecerista. E-mail: ryndack.jaqueline@hotmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0995-0868>.

OTÁVIO FERNANDO DE VASCONCELOS

Mestrando em Direito pela Universidade de Marília (UNIMAR), com bolsa da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). Pós-graduando em Direito Tributário pela Escola Brasileira de Direito – EBRADI, Pós-graduando em Direito Processual Civil pela Universidade de Marília (UNIMAR). Advogado e pesquisador. E-mail: otaviofv.adv@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-2957-570X>.

CARLOS HENRIQUE BAPTISTA CARDOSO

Mestrando em Direito pela Universidade de Marília com bolsa integral da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior. Membro da Junta de Recursos Fiscais da Prefeitura de Marília/SP. Advogado. E-mail: cardosoadv.marilia@hotmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6904-451X>.

RESUMO

Este estudo analisa a relação entre os investimentos de Venture Capital realizados por agências governamentais brasileiras e os princípios fundamentais do direito administrativo. O trabalho examina como essas operações de alto risco se alinham



com os preceitos constitucionais e legais que regem a administração pública, especialmente no contexto do fomento à inovação e ao desenvolvimento econômico.

Objetivo: O objetivo principal do presente é avaliar se as operações de Venture Capital efetuadas por agências de fomento governamental, como BNDES e FINEP, estão em conformidade com os princípios basilares do direito administrativo brasileiro. Busca-se compreender como essas iniciativas se enquadram no ordenamento jurídico nacional e identificar possíveis desafios e oportunidades para aprimorar a regulação do setor.

Resultados: A pesquisa revela que, embora exista um arcabouço legal que fundamenta as operações de Venture Capital governamental, há desafios significativos relacionados à transparência, eficiência e *accountability*. Identificou-se que, apesar dos avanços regulatórios, persistem questões como a discricionariedade na seleção de projetos e a dificuldade em mensurar o retorno social desses investimentos. Os resultados também apontam para a necessidade de uma legislação mais específica e abrangente para regular essas operações.

Metodologia: O estudo adota o método indutivo, partindo da análise do cenário atual e da identificação de seus desafios para propor medidas que minimizem os problemas identificados. Como procedimento instrumental, utiliza-se material bibliográfico e documental, tanto físico quanto eletrônico, incluindo legislação, doutrina e relatórios de agências governamentais.

Contribuições: Este trabalho contribui para o campo do direito administrativo e econômico ao elucidar as complexidades jurídicas envolvidas nas operações de Venture Capital governamental; propor reflexões sobre a necessidade de aprimoramento do marco regulatório para essas operações; fornecer subsídios para formuladores de políticas públicas e administradores na concepção e execução de programas de fomento à inovação; estimular o debate acadêmico sobre a interseção entre direito administrativo, desenvolvimento econômico e políticas de inovação. Salienta-se que tais contribuições possuem a devida relevância no contexto da ordem econômica estabelecida pelo artigo 170 da Constituição Federal, oferecendo propostas para a compreensão e aprimoramento das relações entre Estado e empresas no fomento à inovação e ao desenvolvimento econômico.

Palavras-Chave: Desenvolvimento; Fomento; *Startups*; *Venture Capital*.

ABSTRACT:

This study analyzes the relationship between Venture Capital investments made by Brazilian government agencies and the fundamental principles of administrative law. The work examines how these high-risk operations align with the constitutional and legal precepts that govern public administration, especially in the context of fostering innovation and economic development.

Objective: The main objective of this study is to evaluate whether Venture Capital operations carried out by government development agencies, such as BNDES and FINEP, comply with the basic principles of Brazilian administrative law. It seeks to understand how these initiatives fit into the national legal framework and identify possible challenges and opportunities to improve sector regulation.

Results: The research reveals that, although there is a legal framework that supports government Venture Capital operations, there are significant challenges related to



transparency, efficiency, and accountability. It was identified that, despite regulatory advances, issues such as discretion in project selection and difficulty in measuring the social return of these investments persist. The results also point to the need for more specific and comprehensive legislation to regulate these operations.

Methodology: The study adopts the inductive method, starting from the analysis of the current scenario and the identification of its challenges to propose measures that minimize the identified problems. As an instrumental procedure, it uses bibliographic and documentary material, both physical and electronic, including legislation, doctrine, and reports from government agencies.

Contributions: This work contributes to the field of administrative and economic law by elucidating the legal complexities involved in government Venture Capital operations; proposing reflections on the need to improve the regulatory framework for these operations; providing insights for public policy makers and administrators in the design and execution of innovation promotion programs; stimulating academic debate on the intersection between administrative law, economic development, and innovation policies. It is emphasized that such contributions have due relevance in the context of the economic order established by Article 170 of the Federal Constitution, offering proposals for understanding and improving relations between the State and companies in fostering innovation and economic development.

KEYWORDS: Development; Funding; Startups; Venture Capital.

1 INTRODUÇÃO

O trabalho tem como objetivo o estudo da compreensão da modalidade de investimento em *Venture Capital* (capital de risco), especificamente como forma de investimento institucional, com especial enfoque nas agências de fomento governamental, ao analisar sua regulação e avaliar se tais operações estão em consonância com os princípios basilares do direito administrativo. A fim de situar essa temática em seu contexto apropriado, faz-se necessário traçar um panorama histórico e evolutivo do *Venture Capital* tanto no âmbito global quanto no cenário brasileiro.

O conceito de *Venture Capital* teve sua origem na década de 1940, nos Estados Unidos, como uma modalidade de financiamento voltada a empresas inovadoras e com potencial de crescimento exponencial (SILVA; BIAGINI, 2015). Distingue-se dos tradicionais empréstimos bancários pela participação direta dos investidores no capital das empresas, cujo propósito reside em fomentar o desenvolvimento de tecnologias, produtos e serviços de vanguarda em empresas com alto potencial de crescimento. Ao assumir riscos financeiros consideráveis, os investidores de *Venture Capital*



buscam simultaneamente obter retornos substanciais em caso de sucesso, embora estejam cientes da possibilidade de perdas em caso de fracasso (FIATES, 2014).

No Brasil, o mercado de *Venture Capital* experimentou um crescimento significativo nas últimas décadas, acompanhando o florescimento do empreendedorismo e da inovação. O país apresenta um ambiente propício para investimentos nesse setor, abarcando um ecossistema empresarial pulsante e uma crescente comunidade de *startups*. Consciente do potencial do *Venture Capital* como instrumento de fomento ao desenvolvimento econômico, o governo brasileiro tem buscado estimular esse tipo de investimento por meio de políticas públicas e programas de apoio.

Contudo, a atuação do *Venture Capital* enquanto investimento institucional, por intermédio de agências de fomento governamental, principalmente realizadas pelo BNDES e FINEP, suscita questões relacionadas à sua regulação e aos princípios norteadores do direito administrativo. Nesse âmbito, há a necessidade de analisar a regulamentação das operações de *Venture Capital*, levando em consideração os aspectos legais e os princípios fundamentais que orientam o direito administrativo, a exemplo da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência, esculpidos no artigo 37 da Constituição Federal.

Assim sendo, por meio deste artigo, pretende-se explorar a presente temática, com vistas a verificar se as operações de *Venture Capital* efetuadas de forma institucional, mediante as agências de fomento governamental, cumprem fielmente os princípios basilares do direito administrativo. Tal análise permitirá compreender a adequação dessas operações ao ordenamento jurídico brasileiro, ao passo que identificará possíveis desafios e oportunidades para aprimorar a regulação do setor e garantir a conformidade com os princípios administrativos vigentes, zelando não somente pelo erário público, mas no alcance do desenvolvimento econômico e social da nação.

Tendo em vista o objeto da pesquisa, dentro dos métodos científicos considerados academicamente idôneos, o presente trabalho opta-se pelo método indutivo, vez que se parte da análise do cenário atual e da identificação de seus desafios para que, ao final, possa propor atos por parte do poder público que sejam mais adequados à minimização dos problemas aduzidos, utilizando como procedimento instrumental, a utilização de material bibliográfico e documental, físico e eletrônico.



2 SOBRE VENTURE CAPITAL E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

No mercado financeiro existem diversas maneiras da realização de investimentos, das mais conservadoras às mais agressivas. Há quem realize investimentos de baixa volatilidade, priorizando a preservação do capital. Já noutra ponta, há quem possua disposição em assumir riscos em busca de retornos mais elevados.

Dentre as mais variadas formas de investimentos, o *Venture Capital*, também conhecido como Capital de Risco, é uma modalidade de investimento que vem crescendo de maneira exponencial nos últimos anos, tratando-se de um modelo de investimento de alto risco, onde recursos são aportados em jovens empresas que possuem perspectivas de crescimento acelerado e retornos elevados.

2.1 DEFINIÇÃO

Conforme a definição de FIATES (2014, p. 87-89), com surgimento em 1946 nos Estados Unidos, o *Venture Capital* é identificado como uma modalidade particular de financiamento oferecida por empresas gestoras independentes que atuam como intermediárias na captação de recursos destinados a investimentos em ações de empresas que, embora sejam promissoras, apresentando notável potencial de crescimento, necessitam de aporte financeiro. O *Venture Capital*, dessa forma, é um tipo de investimento voltado para empresas em estágios iniciais com base tecnológica, que envolve a possibilidade, seja imediata ou futura, de adquirir participação acionária na empresa investida (FAIAD, 2019. p, 88).

Os investimentos de *Venture Capital* são principalmente direcionados a empresas emergentes nos estágios iniciais, frequentemente estão inseridas em setores de base tecnológica, tais como tecnologia da informação, biotecnologia, inteligência artificial, *fintechs* e comércio eletrônico, entre outros. Busca-se ativamente empresas com modelos de negócio inovadores e escaláveis, as quais detêm a perspectiva de se tornarem líderes de mercado em suas respectivas áreas de atuação.



Neste sentido, ao contrário das empresas dos setores convencionais, que empregam tecnologias estabelecidas em sua produção, as empresas de base tecnológica (EBTs) são organizações cujas atividades produtivas se baseiam na criação de novos produtos ou processos, por meio da aplicação sistemática de conhecimentos científicos e tecnológicos, utilizando técnicas avançadas ou inovadoras.

Muitas dessas novas empresas demandam um capital considerável. O empreendedor fundador pode não possuir recursos suficientes para financiar esses projetos de forma independente, e, portanto, pode buscar financiamento externo. Empresas emergentes que se caracterizam por possuírem ativos intangíveis significativos, expectativa de anos com resultados financeiros negativos e perspectivas incertas enfrentam obstáculos para obter empréstimos bancários ou outros tipos de financiamento baseados em dívida. Para muitas dessas empresas em estágios iniciais, a grande incerteza e a desigualdade de informações tornam o *Venture Capital* a única fonte potencial de financiamento disponível (GOMPERS; LERNER, 1999. p, 5).

Contudo, além de prover o capital necessário para nascimento e desenvolvimento inicial, o investidor desempenha um duplo papel, atuando ativamente na empresa investida. Neste contexto os mesmos autores citados aduziram que os investidores de *Venture Capital* costumam ser ativos, acompanhando o progresso das empresas, integrando conselhos de administração e oferecendo financiamento com base no alcance de metas. Enquanto os bancos monitoram a saúde financeira das empresas às quais concedem empréstimos, os investidores de *venture capital* monitoram a estratégia e as decisões de investimento, desempenhando um papel ativo no aconselhamento empresarial. Esses investidores geralmente possuem direitos de controle significativos, permitindo-lhes intervir nas operações da empresa quando necessário. Além disso, eles proporcionam aos empreendedores acesso a consultores, banqueiros de investimento e advogados (GOMPERS; LERNER, 1999. p, 6).

Os principais investidores neste segmento são organizações gestoras, veículo de investimentos, e até mesmo órgãos governamentais, sendo estes, especificamente os brasileiros, objeto de maior desenvolvimento no presente artigo.

Com finalidade meramente didática, a mecânica deste tipo de investimento pode ser resumidamente explanada da seguinte maneira: os investidores direcionam



recursos para fundos de *Venture Capital*, que são geridos por organizações especializadas. Os gestores desses fundos profissionalizam a gestão das empresas investidas, ampliam a rede de contatos, implementam práticas de governança corporativa e proporcionam ganhos de escala, abrindo canais de crédito e explorando sinergias com outras empresas do portfólio. Isso reduz o risco dos negócios financiados. Após um período de investimento, ocorre o desinvestimento, por meio da venda da empresa ou de uma oferta pública inicial (IPO), gerando retorno para o investidor. O aporte de capital do tipo VC/PE é um financiamento de longo prazo, sem garantias e sem pagamentos periódicos, permitindo o reinvestimento do capital gerado pela empresa. Porém, os investimentos em VC/PE apresentam baixa liquidez e risco de subvalorização. Para mitigar esse risco, os gestores realizam análises criteriosas, acompanham as empresas investidas e fornecem suporte gerencial, diversificando os investimentos para compensar possíveis fracassos (MEIRELLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2008).

Empresas como Apple, Compaq e Intel utilizaram desta modalidade de investimento de alto risco. Nestes casos, o sucesso de tais empresas trouxe grande retorno aos fundos investidores.

2.2 DIFERENÇAS ENTRE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*

Ao estudar os segmentos de realização de aporte temporário de capital em empresas caracterizadas com potencialidade de crescimento e expectativa de grande valorização, estes podem ser denominados como *Venture Capital* ou *Private Equity*.

Há também o denominado Investidor Anjo que, em suma, por definição, refere-se a um indivíduo abastado, comumente dotado de experiência empresarial, que adquire participações em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. Além de prover recursos financeiros, os investidores anjos também contribuem com uma valiosa rede de contatos e expertise profissional (CARDOSO, 2007, p. 65)

Todavia, costuma-se confundir as duas primeiras operações de alto risco citadas, e desta forma, convém salientar as diferenças.

Os estágios de desenvolvimento das empresas que recebem investimentos de *venture capital* são definidos como: (i) *capital semente (seed capital)*: normalmente representa um aporte inicial de pequeno porte, realizado na fase pré-operacional, visando o desenvolvimento de um produto, testes de mercado ou registro de patentes;



(ii) fase de estruturação (*startup*): investimento direcionado a empresas em processo de estruturação, geralmente durante o primeiro ano de funcionamento, quando ainda não realizam vendas comerciais de seus produtos/serviços; e (iii) expansão: investimento destinado à expansão das atividades de uma empresa que já comercializa seus produtos de forma efetiva (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006. p, 15)

Doutra borda, os estágios de desenvolvimento das empresas que recebem investimentos de *private equity* abrangem: (i) estágios avançados (*late stage*): investimento em empresas que já atingiram um crescimento relativamente estável e apresentam fluxo de caixa positivo; (ii) financiamento de aquisições (*acquisition finance*): capital destinado à expansão por meio da aquisição de outras empresas; (iii) tomada de controle pelos executivos (MBO/I – *management buyout/in*): investimento para financiar a equipe de gestão, seja da própria empresa ou externa, que busca adquirir o controle de uma empresa; (iv) estágio pré-emissão (*bridge finance*): aporte realizado quando a empresa planeja uma oferta pública inicial em um prazo de até dois anos; (v) recuperação empresarial (*turnaround*): investimento realizado quando a empresa está enfrentando dificuldades operacionais e/ou financeiras, com expectativa de recuperação; (vi) mezanino: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa, realizados por meio de dívidas subordinadas; e (vii) PIPE (*private investment in public equity*): um estágio especial que envolve a aquisição de participação acionária em empresas já listadas em bolsas de valores (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006. p, 15-16).

Portanto, é possível concluir que a distinção entre essas modalidades de investimento está relacionada ao estágio de desenvolvimento em que as empresas receptoras desses aportes de capital se encontram. Os investimentos de *Venture Capital* são direcionados a empresas em estágios iniciais, permitindo uma maior participação dos gestores dos fundos de VC na administração dessas empresas. Por outro lado, os investimentos de *Private Equity* são direcionados a empresas com um maior nível de maturidade.

3 VENTURE CAPITAL NO BRASIL



Notoriamente, os investimentos de alto risco promoveram o desenvolvimento e sucesso de diversas empresas, principalmente nos Estados Unidos, de onde tal modalidade surgiu. Desta feita, os investimentos a título de *Venture Capital* tiveram início em outros diversos países, não sendo diferente em nosso país. O condão do presente item é justamente de apresentar, mesmo que brevemente, o surgimento e evolução de tais operações no Brasil.

3.1 HISTÓRICO INTRODUTÓRIO DAS OPERAÇÕES DE VC NO BRASIL E ATUAL CENÁRIO

Malgrado ter havido uma resistência por parte dos investidores no Brasil, especialmente os privados, em aportar recursos para o fomento de empresas nascentes de base tecnológica devido ao desequilíbrio na relação de risco e retorno de investimento, o modelo de investimento de *venture capital*, realizado nos Estados Unidos atraiu muito atenção, haja visto o sucesso de várias empresas como as já citadas: Apple, Intel, Compaq, dentre outras, que proporcionaram aos fundos investidores extraordinários retornos.

Assim, já na década de 1970, mais precisamente em 1974 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) criou três subsidiárias para realização de investimentos em pequenas e médias empresas com base em participação societária. Contudo, a participação institucional será objeto de análise no próximo item do presente trabalho.

A primeira gestora privada de *venture capital* do Brasil foi a Brasilpar, criada em 1976. Entre 1981 e 1993 surgiram seis organizações de *venture capital* e *private equity*, aumentando o interesse por investimentos em empresas emergentes e de alto potencial crescimento. Com a estabilização econômica após a implantação do plano Real em 1994 o setor começou a se expandir, mas o grande ciclo deste segmento no Brasil iniciou-se após a estabilização monetária, com forte expansão no período de 1999 a 2001 (MEIRELLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2008).

A estabilização monetária e a redução da inflação proporcionaram um ambiente mais favorável para investimentos de risco, incentivando a entrada de novos investidores e impulsionando o crescimento do setor. Assim, no final da década de 1990 e início dos anos 2000, houve um boom significativo no mercado de *venture*



capital no Brasil, com um aumento expressivo no número de fundos e no volume de investimentos realizados.

Esse período foi marcado por uma série de fatores, incluindo o crescimento da economia brasileira, o desenvolvimento do mercado de capitais, a entrada de investidores estrangeiros e o surgimento de *startups* e empresas de tecnologia, biotecnologia, *fintechs*, entre outras.

Ano após ano, os valores investidos a título de venture capital no Brasil obteve reiterado crescimento, alcançando, segundo relatório da KPMG, no período compreendido entre janeiro e setembro do ano de 2021 a soma de R\$ 33,5 bilhões investidos (PORTAL DA TRANSPARÊNCIA, 2021).

Os setores que se destacam são: Tecnologia da Informação, Serviços Financeiros e Produtos e Serviços para Consumidores.

Contudo, mesmo após um ano de 2022 mantendo boa apuração, com relação ao primeiro trimestre de 2023, segundo os dados estatísticos apresentados pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, os números de investimentos de alto risco reduziram-se de maneira significativa (ABVCAP, 2023), o que, mantendo-se nesta toada, tais resultados deverão obter a devida atenção, principalmente por parte de iniciativas governamentais, para que não haja desaceleração no fomento em inovação tecnológica, uma vez que a contínua melhoria neste aspecto é fundamental para criação e manutenção de vantagens competitivas sustentáveis, bem como para crescimento econômico a longo prazo (MEIRELLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2008).

3.2 DAS OPERAÇÕES DE VC POR PARTE DE INSTITUIÇÕES GOVERNAMENTAIS

O êxito alcançado nos Estados Unidos serviu como uma fonte de inspiração para a criação de programas que visam impulsionar o capital de risco em vários países, incluindo o Brasil. Inicialmente, essas iniciativas governamentais concentraram-se em atrair investimentos iniciais para esses países, buscando adaptar seus contextos locais ao formato de financiamento do capital de risco originalmente desenvolvido nos Estados Unidos. As estratégias adotadas para essa adaptação variaram de acordo com cada país, resultando em cenários que envolviam tanto acomodação e crescimento de investimentos em determinados países, como também casos em que ocorreram atritos e rejeição ao modelo (SILVA, 2019. p, 18-19).



No último subitem do presente trabalho já fora citado que, por parte da iniciativa pública, no ano de 1974 o BNDES criou três subsidiárias para a realização de investimentos em pequenas e médias empresas com base em participação societária, que já em 1982 se fundiram na BNDESPAR (CASTRO, 2023).

Com a promulgação da Constituição Federal do Brasil, em 5 de outubro de 1988, justamente após o fim do regime militar, marcando o processo de redemocratização do país, trouxe em seu artigo 3º, como objetivos fundamentais a serem atingidos pela nossa República: I) a construção de uma sociedade livre, justa e solidária; II) a garantia do desenvolvimento nacional; III) a erradicação da pobreza e marginalização, bem como a redução das desigualdades sociais e regionais, e; IV) a promoção do bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Considerando que todo comportamento estatal deve ter seu fundamento último no texto constitucional, é inegável que a destinação primordial de qualquer atuação do Estado é assegurar o cumprimento dos objetivos estabelecidos pelo legislador constituinte, os quais são fundamentais para a República. Em outras palavras, todas as ações e omissões estatais devem ser direcionadas para garantir o desenvolvimento em sua essência (FAIAD, 2019, p, 27).

Neste sentido, com fundamento na valorização do trabalho humano e da livre iniciativa, o artigo 170 estatuiu sobre a ordem econômica do país, condicionando o alcance de seu escopo, ou seja, o de garantir a existência digna a todos à observação de um rol de princípios. Dentre tais princípios encontra-se no inciso VII a redução de desigualdades regionais e sociais, também, já no inciso IX, o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Desta forma, o Estado poderá intervir atividade econômica, mediante induções que visam, além de outros objetivos, maior criação de empregos e possibilitar ambiente de desenvolvimento de novas tecnologias e produtos, o que insere obviamente, os investimentos a título de *Venture Capital*.

Os governos já desempenhavam um papel significativo em grandes centros de inovação e empreendedorismo, como o Vale do Silício (EUA), Cingapura e Tel Aviv (Israel). A academia de maneira contumaz sempre reiterou o impacto do empreendedorismo e do capital de risco na promoção da inovação. Uma das poucas áreas em que há consenso é o papel crucial desempenhado pelas empresas



inovadoras na introdução de novas tecnologias, com benefícios significativos para a economia (LERNER, 2010).

Foram implementadas no Brasil, duas estratégias complementares para o incentivo ao capital de risco. A primeira consistiu na capitalização de gestoras de recursos por meio do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), fortalecendo-as financeiramente para investir em Empresas de Base Tecnológica (EBTs) e impulsionar o setor. A segunda estratégia focou na criação e aprimoramento de veículos de investimento para essas gestoras, com estruturas jurídicas específicas, facilitando os investimentos em EBTs e estimulando o crescimento do ecossistema empreendedor no Brasil (SILVA, 2019. p, 19).

Doutra borda, vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação do Brasil, também há a Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial (Embrapii), que foi criada com o escopo de promover a pesquisa e inovação na indústria brasileira. Por meio de parcerias entre empresas e instituições de pesquisa, a Embrapii fornece suporte financeiro, técnico e gerencial para o desenvolvimento de projetos de pesquisa aplicada e inovação tecnológica, facilitando o acesso a laboratórios e infraestrutura de ponta.

Dando ênfase aos programas desenvolvidos pelos dois primeiros citados, a título de exemplo, encontra-se: i) BNDES Garagem, que possui como foco, impulsionar negócios com impacto na resolução de desafio sociais ou ambientais, tanto no estágio de criação, quanto no de tração; ii) Fundo Criatec, tratando-se de fundo de investimento em participações (FIP) criado pelo BNDES em parceria com a Agência Brasileira de Inovação (ABIPTI) e a gestora Inseed Investimento, tendo como objetivo apoiar financeiramente empresas inovadoras em estágio inicial, incluindo startups, fornecendo capital semente e investimentos de risco; iii) FINEP *Startup*, sendo esta uma iniciativa da Finep voltada para startups inovadoras, oferecendo recursos financeiros para o desenvolvimento de projetos de inovação, além de suporte técnico e mentoria para auxiliar no crescimento das startups; iv) Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDTC) – FINEP, dentre outros.

Certo é que a presença e atuação BNDES e da FINEP desempenha um papel fundamental na estruturação e estímulo aos investimentos na fase inicial (*early stage*) de empresas, incluindo capital semente e primeira rodada de investimentos. Essas instituições financeiras contribuíram para o desenvolvimento de casos de sucesso, o



que incentivou investidores a alocarem recursos nesses estágios iniciais no passado e, atualmente, em estágios mais avançados. A atuação do BNDES e da FINEP na promoção do empreendedorismo e do capital de risco impulsionou o ecossistema empreendedor no Brasil, proporcionando suporte financeiro e incentivando a confiança dos investidores (SILVA, 2019).

O presente artigo não visa abordar todos os programas de incentivo e investimento de alto custo por parte do governo. Todavia, relevante analisar as questões legais, regulatórias e principalmente no que tange aos princípios no âmbito do direito administrativo que regem a Administração Pública na realização desses investimentos em empresas em bases tecnológicas.

4 ASPECTOS LEGAIS E REGULATÓRIOS DO VC GOVERNAMENTAL E IMPLICAÇÕES NO DIREITO ADMINISTRATIVO

A Administração Pública por vezes, com o objetivo final de cuidar da coisa pública, poder gerir e prover o bem comum, pode e certamente atua também em atividades privadas. E, dentre de todas as possibilidades de induções a serem promovidas pelo Estado, os investimentos de alto risco a título de *Venture Capital* também se faz presente.

Desta feita, o presente trabalho passa a verificar a regulação e implicações no âmbito do Direito Administrativo para tanto.

4.1 DA REGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE INVESTIMENTO DE ALTO RISCO REALIZADAS PELO PODER PÚBLICO

O investimento de alto risco, na modalidade de *venture capital*, por parte da Administração Pública possui caráter fomentativo que visa o desenvolvimento tecnológico e inovação no país, objetivando melhor participação das empresas brasileiras, quanto à concorrência mundial, e conseqüentemente na melhor da atuação econômica, aumento de oferta de empregos, dentre outros benefícios correlatos.

E quanto à intervenção Estatal por indução, esta pode ser de forma positiva, como é o caso dos investimentos realizados na modalidade de *Venture Capital*. Neste



sentido, o Estado oferece subsídios, ou mesmo dispõe de normas de ordem econômica, visando interesse coletivo social, com o objetivo de que haja incentivos, estímulos à determinada atividade de interesse geral (GRAU, 1988, p. 148).

Certo é que o Estado, no escopo de afastar falhas de mercado, exercerá o controle regulatório, diminuindo assim as negativas externalidades, deverá atuar e zelar por uma postura de transparência pública, o que tende a diminuir, principalmente às falhas apontadas como sendo relacionadas a assimetria informacional e as decorrentes da falha de governo da teoria da captura (SILVEIRA, 2008. p. 78-79).

E no caso da possibilidade de investimento Estatal, como a modalidade de *Venture Capital*, objeto de estudo do presente artigo a título de exemplo, diferentemente do direito antitruste, quando a atuação estatal é passiva, controlando formação de estruturas e sancionando condutas. A regulação por parte do Estado tem como característica, uma atuação positiva, vez que esta não se restringe a somente controlar atos de mercado, mas preocupa-se com a verdadeira criação da utilidade pública, em um sistema de concorrência (SALOMÃO FILHO, 2001, p. 31).

Ainda não há no Brasil, legislação especificamente voltada para os investimentos a título de *Venture Capital*. Tais operações tem como arcabouço jurídico diversos textos normativos que citaremos, não com objetivo de cumprir com toda matéria legal objetiva, mas demonstra tão somente realizarmos exercício de reflexão, no sentido de concluirmos se seria prudente (ou mesmo possível), a edição de texto legal que pudesse prever e regular todas as maneiras de investimento de alto risco, por parte da Administração Pública.

Em suma, tais operações utilizam de Leis, Decretos e Instruções Normativas que servem de fundamento para a realização de investimentos de *Venture Capital* por iniciativa governamental. Os critérios para definição dos incentivos, recursos públicos e escolha das iniciativas, empresas, gestão, bem como os demais desdobramentos até o alcance da finalidade de tais investimentos, estão previstos por uma gama regulatória que inclui, a princípio:

- Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações (BRASIL, 1976);

- Lei nº 8.666 de 21 de junho de 1993, instituindo normas para licitações e contratos da Administração Pública, a ser revogada em 30 de Dezembro de 2023, pela Lei nº 14.133, de 1º de Abril de 2021 (BRASIL, 2021);



- Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, que dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, prevendo a partir de seu artigo 3º, as possibilidades de parcerias e fomento neste sentido, por parte do Poder Público (BRASIL, 2004);

- Instrução Normativa nº 578 de 30 de agosto de 2016, alterado pela Instrução Normativa nº 615, de 20 de outubro de 2019, ambas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, que tem por responsabilidade regular, fiscalizar, desenvolver e disciplinar o mercado de valores mobiliários no país, objetivando a promoção da transparência, a segurança e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários no Brasil, e consequentemente, proteger os investidores e fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais (BRASIL, 2019);

- Decreto nº 9.283, de 7 de fevereiro de 2018, que altera diversos dispositivos legais, incluindo os segundo e terceiro itens deste rol, estabelecendo novas medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional (BRASIL, 2018), e finalmente;

- Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, instituindo o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador, alterando inclusive disposições das Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) (BRASIL, 2021);

Não há como negar que o regramento para realização destas operações de investimentos institucionais exista no Brasil. Certo é também que, as alterações no ambiente regulatório representaram um aprimoramento dos modelos existentes, mas não conseguiram resolver os desafios antigos enfrentados pelo Brasil, como os atrasos crônicos da burocracia estatal e as limitações à saída de investimentos por meio da abertura de capital. Embora essas mudanças possam ser vistas como um avanço no fortalecimento dos instrumentos para a articulação entre ciência, desenvolvimento tecnológico e investimento empresarial, elas não foram capazes de superar os problemas permanentes do contexto nacional (SILVA, 2019. p, 223).

O Brasil historicamente enfrenta desafios relacionados à burocracia estatal, que muitas vezes resultam em atrasos e morosidade nos processos administrativos. Embora as alterações regulatórias possam ter introduzido mecanismos mais eficientes, ainda não foram suficientes para superar completamente essa questão. A



possibilidade de atrasos na aprovação de projetos, licenças e registros podem continuar a prejudicar a agilidade e o dinamismo dos negócios no país.

Além disso, as limitações à saída de investimentos por meio da abertura de capital ainda são um desafio a ser enfrentado. Apesar das melhorias regulatórias, o Brasil ainda enfrenta restrições e obstáculos que dificultam o processo de abertura de capital para empresas, tornando-o menos atrativo e competitivo em comparação a outros mercados internacionais.

Portanto, embora as mudanças regulatórias tenham trazido avanços significativos para a articulação entre ciência, desenvolvimento tecnológico e investimento empresarial, elas não foram capazes de solucionar completamente os problemas arraigados da burocracia estatal e das limitações à saída de investimentos via abertura de capital. Esses desafios persistentes exigirão esforços contínuos e medidas adicionais para promover um ambiente regulatório mais ágil, eficiente e favorável ao desenvolvimento econômico do país.

4.2 DAS IMPLICAÇÕES NO ÂMBITO DO DIREITO ADMINISTRATIVO

Quando da atuação do Estado quanto sua participação em investimentos a título de *Venture Capital*, este não desempenha um papel exclusivamente de realização de controle, mas também de negociador enquanto interventor, assim como qualquer agente econômico.

O presente artigo trouxe, a título de informação, que tais contratos são realizados por agentes da Administração Pública indireta (BNDES e FINEP, por exemplo), tratando-se essas de empresas públicas, que assim como já disposto no inciso II do artigo 5º do Decreto Lei nº 200/1967, possuem “personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criado por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito” (BRASIL, 1967).

Ao abordar o tema dos investimentos em startups por meio de Fundos de Investimento em Participação, é possível identificar uma ampla gama de interesses envolvidos. Os possuidores de tais interesses incluem o agente estatal, a empresa selecionada por meio de uma chamada pública para gerir o fundo de investimento, o administrador operacional do fundo, os sócios da startup, os demais investidores e os



próprios funcionários, entre outros. Esses múltiplos interesses são moldados por diferentes vieses cognitivos, e nem sempre, ou até mais frequentemente do que se poderia imaginar, convergem entre si. Se o agente estatal fosse concedido com as prerrogativas tradicionalmente conhecidas e tratadas, seria altamente improvável encontrar empreendedores dispostos a se aventurar no caminho de lidar com um financiador público, o que, sem dúvida, seria contraproducente em termos macroeconômicos (FAIAD, 2019. p, 125).

Além de todos os interesses aduzidos, conforme abordou o citado autor, primordialmente há o interesse público, enquanto tais investimentos visam em última instância, o desenvolvimento tecnológico, econômico e social, como um todo. Desta feita, quando se fala em coisa pública, parte-se de uma premissa que o direito administrativo tratará justamente das relações entre o Estado e os particulares, quando regula suas atividades no desempenho de suas funções públicas.

Assim, obviamente tais operações realizadas pelas agências brasileiras de fomento, devem respeitar integralmente os princípios previstos no âmbito do direito administrativo, sob pena restar caracterizado, por parte do Poder Público ação (ou omissão, quando não cumprir o papel de acompanhamento e fiscalização) ao arrepio ao que fora instituído pela legislação, principalmente pelo artigo 37 da Constituição Federal. E sobre este artigo da Carta Política passa-se a análise dos contratos de *Venture Capital* realizados pela Administração Pública.

A princípio, em razão da regulamentação já existente, não há que se discutir sobre o não cumprimento do princípio da Legalidade. E, ante que já fora disposto no referido arcabouço legal quanto aos critérios de escolha de empresas e iniciativas para que possam receber os incentivos institucionais, sendo todas as possibilidades contratuais preestabelecidas legalmente, parece-nos razoável até mesmo afirmar que o princípio da impessoalidade resta observado.

Há de certa forma, ao considerar tudo o que já fora legislado, bem como pela participação das instituições de fomento aqui elencadas no Programa Nacional de Combate à Corrupção e a autopropaganda destas instituições quanto à adoção de todas as regras de governança corporativa, uma pretensa segurança quanto à observação dos princípios constitucionais nas operações de investimento à título de *Venture Capital*.

Contudo, na prática dessas operações de investimento de alto risco nas empresas de bases tecnológicas, há realmente o respeito ao princípio da publicidade



(e conseqüentemente, moralidade)? Doutro prisma, o escopo da eficiência administrativa é realmente atingido?

Ora, a transparência é imposta pelo princípio da publicidade. Juridicamente, a promulgação da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, que trata do acesso à informação, pressupõe que toda e qualquer operação financiadas por instituições estatais estão abrangidas pelo diploma normativo. Doutra borda, as novas tecnologias, em particular a internet, desempenham um papel fundamental ao ampliar a divulgação e a transparência das informações de interesse público. Existem numerosos aplicativos disponíveis que contribuem para promover a transparência nas questões relacionadas à administração pública (FAIAD, 2019).

Todavia, ainda restam dúvidas com relação ao início do processo de decisão administrativa, ou seja, poderia chegar-se à conclusão que a formação de editais, bem como a eleição de qual tipo de empresa poderá concorrer na chamada pública fica ainda à discricionariedade do agente público, por razões meramente de caráter subjetivo?

Mesmo que ainda haja o controle e fiscalização das iniciativas e valores ofertados pelas agências governamentais de fomento e gestão de risco, não deveriam a publicação de editais e formação das chamadas públicas de seleção de empresas que poderão concorrer pelos referidos investimentos, possuírem maior publicidade?

Neste sentido, os princípios da moralidade e publicidade são efetivamente observados? Medidas normativo legais poderiam ser implementadas para que haja maior transparência, inclusive no processo de decisão deste agente, principalmente com relação às justificativas para a publicização e realização dos certames de ordem pública.

Aliás, até mesmo no que tange à eficiência da administração pública, a possibilidade de atrasos na aprovação de projetos, licenças e registros podem continuar a prejudicar a agilidade e o dinamismo dos negócios no país. Há de considerar também que ainda existe uma dificuldade de encontrar a devida publicidade detalhada do retorno destes investimentos realizados. Assim, pode-se afirmar que o princípio da eficiência dos atos da administração pública, ou seja, a finalidade da atividade pública foi atingida? Os investimentos realizados, trouxeram, de fato, os benefícios que a sociedade necessita?

A resposta para tais questionamentos não devem residir tão somente no retorno financeiro, mas além deste, nos objetivos também relacionados (inovação em



tecnologia, empreendedorismo, geração de empregos e renda, etc.) em prol ao desenvolvimento econômico e social do país, atingindo assim de maneira integral, o disposto no artigo 170 da Constituição Federal.

Caso as respostas não sejam positivas, evidentemente resta caracterizada grave falha de mercado.

4.3 DO PROGRAMA BNDES GARAGEM

Na oportunidade da realização das pesquisas que fundamentaram o presente trabalho, não se verificou a existência de empresas estatais que atuam exclusivamente com a realização de investimentos e gerenciamento de capital de risco, sejam estes a título de *Venture Capital*, ou mesmo *Private Equity*.

De certa maneira, há coerência neste sentido haja visto de que a Administração Pública trata com erário público, daí uma agência estatal que atua somente em aporte de capital sem qualquer garantia poderia ser alvo de todo e qualquer tipo de má intenção que visa obtenção de vantagens ilícitamente.

Contudo, objetivando o desenvolvimento tecnológico, econômico e social, as empresas públicas, sendo essas agentes da Administração Pública Indireta, também precisam atuar no fomento de novas empresas, todavia, sempre observando todos os princípios que norteiam o Direito Administrativo, principalmente àqueles dispostos no artigo 37 da Carta Política de 1988.

Como já fora mencionado anteriormente no presente trabalho, sendo que tais investimentos só podem ser realizados quando previstos na regulamentação já legislada, o princípio da legalidade é respeitado. As dúvidas residiam no que tange à observância da impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência.

Excetuando o último princípio que só poderá se verificar ao final do processo, quando do alcance (ou não) das finalidades propostas, bem como que os editais previamente dispõem sobre todos os critérios e as regras de tramite. A hesitação da certeza em afirmar sobre o respeito aos outros três princípios restam quando do início do processo, ou seja, quando da decisão administrativa inicial de discricionariedade sobre qual ou quais segmentos poderão participar dos certames que tratam da obtenção destes financiamentos.

A título de exemplificação, convém citar o “BNDES Garagem”, que tem por finalidade o apoio a criação, aceleração de Empreendimentos e Startups de Impacto



Socioambiental (que oferecem soluções em educação, empregabilidade, saúde, bem-estar, cidades sustentáveis, cidadania, meio ambiente e economia circular). No referido programa, segundo o seu edital, o BNDES dispõe sobre os perfis de negócios, benefícios do programa, condições de participação, obrigações, penalidades e critérios de seleção.

Certo é que no referido caso, a realização de todo o programa fica a cargo do Consórcio AWL (formado pelas aceleradoras Artemisia, Wayra e Liga Ventures), sendo este contratado pela BNDESPAR.

Assim, as dúvidas suscitadas no último subitem ainda permanecerão. Neste sentido, medidas que prevejam regras de transparência quando da governança, implantação de programas compliance, dentre outras medidas neste sentido podem trazer a certeza da observação das normas e princípios de âmbito do Direito Administrativo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recente história demonstra que a relevância em investimentos em inovações tecnológicas pode trazer diversos benefícios, não somente aos investidores, mas a sociedade como um todo, haja visto o que já fora produzido pelos investimentos realizados no Vale do Silício, nos Estados Unidos.

Nesse sentido, tais atos também deverão ser observados, primordialmente por parte da iniciativa pública. Neste aspecto, a busca pelo lucro não se faz força motriz, assim como na iniciativa privada.

Diversos objetivos da melhoria tecnológica devem ser levados em consideração, seja pela criação de sustentáveis vantagens competitivas, seja pelo fomento do empreendedorismo, geração de renda e empregos, dentre outros, sendo estes primordiais, para o alcance do desenvolvimento econômico e social como um todo.

Uma das possibilidades para que tais finalidades sejam atingidas é a participação do Poder Público nos investimentos de *Venture Capital*, ou seja, atuando na promoção de novos empreendimentos com alto potencial, que mesmo sendo de alto risco, influenciadas por políticas bem pensadas, seus resultados traçam crescimento social e econômico.



No Brasil, a Administração Pública Indireta, por meio de suas agências de fomento, representadas principalmente pelos programas desenvolvidos pelo BNDES e FINEP promovem investimentos na modalidade de *Venture Capital*. Editais e chamadas públicas são promovidas com frequência com tal finalidade.

Para tanto, a regulação a ser observada está constituída em uma gama de Leis, Decretos e Instruções Normativas, que trazem as “regras do jogo”, ou seja, tem como objetivo trazer a devida legalidade, moralidade, impessoalidade, publicidade e eficiência que a Administração Pública deve observar, assim como estatuído no artigo 37 da Carta Política de 1988.

Contudo, uma melhora no regime jurídico urge necessária, ou seja, a criação de nova legislação que possibilite, não somente a simplificação no que tange a junção de tudo o que fora legislado, mas a previsão de regras claras de governança, de metas e de critérios objetivos na escolha das iniciativas públicas, precipuamente em suas etapas iniciais, pode e trará efetiva obediência aos princípios trazidos sob a ótica do direito administrativo.

Afinal, o devido zelo pelo investimento público está além da disponibilização de erário público, mas este sempre deverá ter como principal escopo, o desenvolvimento econômico e social como nação, nos termos definidos pela Constituição Federal.

REFERÊNCIAS

ABVCAP. **Private Equity e Venture Capital**. Consolidação de Dados da Indústria. Investimentos 1º Tri 2023. Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5389.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2023.

ABVCAP. **Performance of Brazilian Private Equity and Venture Capital Deals From 1984 to 2022**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5330.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2023.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 200, de 25 de janeiro de 1967**. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm. Acesso em: 10 jun. 2023.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedade por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 jun. 2023.



BRASIL. **Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993.** Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8666cons.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

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. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade econômica mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

BRASIL. **Decreto nº 9.283, de 7 de fevereiro de 2018.** Regulamenta a Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, a Lei nº 13.243, de 11 de janeiro de 2016, o art. 24, § 3º, e o art. 32, § 7º, da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993, o art. 1º da Lei nº 8.010, de 29 de março de 1990, e o art. 2º, caput, inciso I, alínea "g", da Lei nº 8.032, de 12 de abril de 1990, e altera o Decreto nº 6.759, de 5 de fevereiro de 2009, para estabelecer medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9283.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

BRASIL. **Lei nº 14.133, de 1º de abril de 2021.** Lei de Licitações e Contratos Administrativos. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14133.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

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. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acesso em: 13 jun. 2023.

CALIENDO, Paulo. **Direito tributário e análise econômica do direito:** uma visão crítica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

CARDOSO, Sérgio César de Paula. **Capital de risco para pequenas e médias empresas inovadoras.** 123f. Dissertação (Mestrado Acadêmico em Administração) – Universidade Estadual do Ceará, Centro de Estudos Sociais Aplicados, Fortaleza, 2007. Disponível em: https://www.uece.br/ppgcc/wp-content/uploads/sites/49/2020/08/SERGIO_CARDOSO.pdf. Acesso em 19. jun. 2023.



CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital***: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

CASTRO, Lavinia Barros de. **Um breve olhar sobre a história do BNDES**. 2023. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Um-breve-olhar-sobre-a-historia-do-BNDES/>> Acesso em: 24 jun. 2023.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução 578, de 30 de agosto de 2016, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 589/17, 604/18, 609/19 e 615/19**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **RESOLUÇÃO CVM Nº 181, de 28 de março de 2023**. Altera a Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/RegulamentacaoLinks/5386.pdf>. Acesso em: 20. jun. 2023.

FAIAD, L'Inti Ali Miranda. **Estado e Startups**: financiamento do ecossistema empreendedor via venture capital. 216f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-14082020-135043/publico/8220560_Tese_Original.pdf. Acesso em: 19 jun. 2023.

FIATES, José Eduardo Azevedo. **Influência dos ecossistemas de empreendedorismo inovador na indústria de *Venture Capital***: estratégias de apoio às empresas inovadoras. 324f. Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Santa Catarina – Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Florianópolis, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/129636>. Acesso em: 15 mai. 2023.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. What drives venture capital fundraising? National bureau of economic research. **NBER working paper series**, n.6906, 1999. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6906/w6906.pdf. Acesso em: 21 jun. 2023.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e crítica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990.

LERNER, J. **The future of public efforts to boost entrepreneurship and Venture Capital**. *Small Business Economics*, v. 35, n. 3, p. 255-264, Oct. 2010. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-010-9298-z>. Acesso em: 10 jun. 2023

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do Nascimento. ***Venture Capital e Private Equity no Brasil***: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão e Produção*. São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan-abr. 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZFfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 15. mai. 2023



PORTAL DA TRANSPARENCIA. **KPMG: Investimento em venture capital este ano é recorde e alcança R\$ 33,5 bilhões.** 2021. Disponível em: <https://www.portaldatransparencia.org.br/wp-content/uploads/2021/11/Conteudos-FY-20-21-1-a-15-de-out.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2023.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos.** São Paulo: Malheiros, 2001.

SILVA, Alexandre Pacheco da. **Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups.** 331f. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Geociências, Campinas, 2019. Disponível em: https://scholar.google.com/scholar?hl=pt-BR&as_sdt=0%2C5&q=SILVA%2C+Alexandre+Pacheco+da.Venture+capital+%C3%A0+brasileira+&btnG=. Acesso em 15. mai. 2023.

SILVA, Filipe Borsato da; BIAGINI, Fabio Luiz. **Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil: a experiência dos fundos Criatec e perspectivas.** BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 42, p. [101]-130, set. 2015. Disponível em: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9619>. Acesso em 23. jun. 2023.

