



FACULDADE BAIANA DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

FERNANDA CABRAL PEREIRA DE BRITTO

**O CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO E O INVESTIMENTO EM
INOVAÇÃO: UMA ANÁLISE DO INSTRUMENTO DA LEI
COMPLEMENTAR 155 DE 2016 E SUA ADEQUAÇÃO AO
INVESTIMENTO ANJO**

SALVADOR
2021

FERNANDA CABRAL PEREIRA DE BRITTO

**O CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO E O INVESTIMENTO EM
INOVAÇÃO: UMA ANÁLISE DO INSTRUMENTO DA LEI
COMPLEMENTAR 155 DE 2016 E SUA ADEQUAÇÃO AO
INVESTIMENTO ANJO**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Me. Abelardo Sampaio Lopes Neto

Salvador
2021

TERMO DE APROVAÇÃO

FERNANDA CABRAL PEREIRA DE BRITTO

O CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO E O INVESTIMENTO EM INOVAÇÃO: UMA ANÁLISE DO INSTRUMENTO DA LEI COMPLEMENTAR 155 DE 2016 E SUA ADEQUAÇÃO AO INVESTIMENTO ANJO

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Salvador, ____/____/____.

AGRADECIMENTOS

Cronologicamente, aos três responsáveis por este trabalho:

A Diogo Guanabara, que em 2018 me concedeu a oportunidade de, enquanto membro da Alfa Consultoria Jurídica Jr., participar do módulo de Direito das Startups na Pós-Graduação de Direito Digital que coordena na Faculdade Baiana de Direito. O tema desta monografia se inspira no que aprendi lá.

A Marcus Seixas, quem primeiro me apresentou aos contratos de investimento em Startups. Sua aula me acompanhou por anos, e meu problema de pesquisa é um recorte do que me foi apresentado naquela oportunidade.

A Abelardo Sampaio, que aceitou me orientar. Eu vivi muitos momentos de tensão e dúvida ao longo do processo de escrita deste trabalho. Se fui capaz de entregar esta monografia, foi graças ao seu acolhimento e orientação.

RESUMO

A presente monografia tem por objetivo realizar uma análise da adequação entre o instrumento contratual criado pela Lei Complementar 155 de 2016, e alterado pela Lei Complementar 182 de 2021, e a realidade prática dos investimentos anjo. Os Investidores Anjo são agentes relevantes no fomento da Inovação, pois aportam capital de risco em Startups num estágio de seu desenvolvimento em que essas empresas inovadoras possuem dificuldade de acesso a financiamento. Para verificar se o Contrato de Participação se ajusta ao relacionamento que tipicamente se desenvolve entre Startup e Anjo, este trabalho se inicia com a análise dessas duas figuras, no contexto em que se inserem – a busca por inovação. Em seguida, são analisadas as possíveis formas de investimento para essa relação, com ênfase no Contrato de Participação, que é analisado em todos os seus elementos, levando em consideração a normativa original trazida pela LCP 155 e as alterações promovidas pela LCP 182. Por fim, são comparados sequencialmente (i) a figura da investida, no Contrato de Participação, e as Startups; (ii) a figura do investidor e o tradicional Investidor Anjo; e (iii) a adequação do investimento em si.

Palavras-chave: Inovação. Startup. Anjo. Contrato de Participação. Lei Complementar 155. Lei Complementar 182.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

C,T&I	Ciência, Tecnologia e Inovação
CC	Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CF	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DREI	Departamento Nacional do Registro Empresarial e Integração
EPP	Empresa de Pequeno Porte
IN CVM 555/2014	n. Instrução Normativa CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014
IN RFB 1719	Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil n. 1719, de 19 de julho de 2017
LCP 123	Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006
LCP 167	Lei Complementar nº 167, de 24 de abril de 2019
LCP 182	Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021
Lei de Inovação	Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004
Marco Legal das Startups	Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021
ME	Microempresa
MVP	Mínimo produto viável
par. ún.	Parágrafo único
Resolução CVM 21/2021	Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figura 1 – Três imagens dos produtos da Coolant.....	18
Figura 2 – Possibilidades de formatação das Startups	24
Figura 3 – Estrutura de Financiamento	28
Tabela 1 – Comparação entre os direitos do Investidor Anjo na LCP 123, Art. 61-A, IV e V e os Arts. 1.020 e 1.021 do Código Civil.....	45
Tabela 2 – Quadro resumo do Contrato de Participação	53
Tabela 3 – Alíquotas do Imposto de Renda	55

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 PANORAMA DA INOVAÇÃO, STARTUPS E INVESTIMENTO ANJO	12
2.1 INOVAÇÃO	12
2.1.1 Conceito de Inovação	13
2.1.2 Inovação como motor da economia e o incentivo Estatal	15
2.2 STARTUPS	19
2.2.1 Quem são as Startups.....	19
2.2.2 Startups para a Legislação.....	21
2.2.2.1 <i>Organizações Empresariais ou Societárias.....</i>	22
2.2.2.2 <i>Nascentes ou em operação recente.....</i>	24
2.2.2.3 <i>Atuação caracterizada pela inovação.....</i>	25
2.3 NECESSIDADE DE CAPITAL.....	26
2.4 INVESTIDOR ANJO	29
2.4.1 O Anjo na prática de mercado – Dinheiro Inteligente	30
2.4.2 Investidor Anjo para a Legislação	32
3 FORMATAÇÃO DO INVESTIMENTO	34
3.1 FORMAS DE INVESTIMENTO	34
3.1.1 Opção de Subscrição e Opção de Compra de Participação Societária.....	35
3.1.2 Debêntures Conversíveis	36
3.1.3 Mútuo Conversível	37
3.1.4 Sociedade em Conta de Participação.....	38
3.2 CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO.....	39
3.2.1 Natureza do Contrato	40
3.2.2 Elementos do Contrato de Participação.....	40
3.2.2.1 <i>Partes do Contrato</i>	41
3.2.2.2 <i>Finalidade.....</i>	42
3.2.2.3 <i>Prazos</i>	42
3.2.2.4 <i>Remuneração do Investidor</i>	43
3.2.2.5 <i>Acompanhamento da atividade</i>	44

3.2.2.6 Responsabilidade pelo exercício da atividade.....	46
3.2.2.7 Limitação de Responsabilidade.....	47
3.2.2.8 Direito de Resgate.....	49
3.2.2.9 Transferência de Titularidade do Aporte	50
3.2.2.10 Direito de Preferência.....	51
3.2.2.11 Tag Along.....	52
3.2.3 Quadro resumo.....	53
3.2.4 Tributação do Contrato de Participação	55
4 ADEQUAÇÃO DO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO AO INVESTIMENTO ANJO	57
4.1 A INVESTIDA	57
4.2 O INVESTIDOR.....	59
4.3 O INVESTIMENTO.....	61
5 CONCLUSÃO	65
REFERÊNCIAS.....	69
ANEXO A – PAINEL 2021 BRASIL – REDES DE INVESTIDORES ANJO	80
ANEXO B – TOP 12 REASONS STARTUPS FAIL.....	81

1 INTRODUÇÃO

No primeiro semestre de 2021, quase 40 milhões de reais foram movimentados através de investimentos-anjo no Brasil, e o total projetado até o final de 2021 é de 80 milhões de reais – isto considerando apenas os investimentos realizados no contexto de um grupo formado por 18 redes¹ que não representam a totalidade dos Investidores Anjos existentes no país (ANJOS DO BRASIL, 2021).

O investimento anjo está ligado ao ciclo de vida das Startups, sendo uma de suas primeiras – e mais relevantes – formas de financiamento externo. Ele é, tipicamente, uma forma de “smart-money” – assim conhecido pois o investidor, normalmente um empresário experiente, além de recursos financeiros também agrega conhecimento, experiência e networking às Startups. Como esse investimento ocorre ainda num estágio em que a empresa ainda não amadureceu seu modelo de negócios, a personalidade do contato entre anjo e startup é uma precaução do investidor, que busca orientar a empresa de forma a garantir o retorno futuro de seu investimento, e um bálsamo para a investida, que pode contar com a expertise de um empreendedor veterano em seus desafios, além de sua injeção de capital.

Em 2016, com a publicação da Lei Complementar n. 155 (“LCP 155”), foi criado o Contrato de Participação do Investidor Anjo. Mesmo anos após sua edição, porém, reconhecia-se esse Contrato como ainda pouco utilizado para a estruturação desse tipo de investimento no Brasil, em comparação com outras opções disponíveis (RORATO, 2019, p.34; SILVA, 2019, p. 24). A Lei Complementar 182 de 2021, Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (“LCP 182”), alterou alguns dispositivos do Contrato de Participação – aproximando-o, em certa medida, de outros instrumentos escolhidos com maior frequência para a formatação do investimento. Por ser, ainda, muito recente, não é possível precisar os impactos de sua edição no mercado.

Para entender se Instrumento introduzido pela LCP 155 é compatível à relação de Investimento Anjo, o objetivo deste trabalho é verificar se as

¹ Estudo realizado com dados das redes: Anjos do Brasil, BR Angels, Bruin Angels, Curitiba Angels, EA Angels, FEA Angels, Gávea Angels, GR8 Ventures, GV Angels, Hangar8 Capital, Insuper Angels, LAAS, MIT Alumni Angels, NYU Angels, Poli Angels, UNI Angels, Urca Angels e Wharton Alumni Angels.

normas atinentes ao Contrato de Participação se adequam à realidade do vínculo entre Investidores-Anjo e as figuras que tipicamente recebem este investimento – as Startups.

A presente pesquisa, do ponto de vista técnico, será bibliográfica e documental, produzida a partir da análise de dissertações, teses, periódicos e manuais de Direito, além de livros voltados para a temática de Startups, e investimentos. Serão analisadas, em especial, a Lei Complementar nº 155 de 2016, que criou o Contrato de Participação e definiu Investidor Anjo, e a Lei Complementar nº 182 de 2021, que alterou alguns dispositivos pertinentes ao instituto.

O problema será abordado de forma qualitativa, em que se busca a interpretação e compreensão do objeto. O foco desta pesquisa não é a elaboração de dados estatísticos, apesar da análise de dados coletados em outras pesquisas ou por instituições oficiais poder integrar, em certa medida, o conteúdo desenvolvido. A predominância da análise qualitativa será das fontes doutrinárias e legislativas mencionadas.

O método escolhido é o Hipotético-Dedutivo de Karl Popper, segundo o qual a partir da observação de um dado problema são criadas premissas, que passarão pelo procedimento do falseamento para averiguar sua veracidade. Baseadas no problema da adequação do Contrato de Participação à atuação do Investidor Anjo, as premissas que serão aqui falseadas são aquelas que formam as hipóteses dessa pesquisa: (i) a de que as partes que figuram num Contrato de Participação não são necessariamente as mesmas de uma relação de investimento anjo tradicional, e (ii) que, apesar disso, as alterações trazidas pela LCP 182 ao instituto o tornam mais atrativo ao investimento anjo do que ele costumava ser pela redação original da LCP 155.

Nesse sentido, o segundo capítulo apresenta um panorama geral do contexto em que se insere o investimento anjo. Inicia-se com o estudo da inovação e de seu incentivo pelo Estado, verifica-se quem são as Startups e sua definição para nossa Legislação, reconhece-se a necessidade de capital premente dessas organizações, e por fim apresenta-se a figura do Investidor-Anjo, tanto sua figura tradicional segundo a prática de mercado, quanto sua presença legislativa.

No terceiro capítulo, são explorados os instrumentos jurídicos para formalização do investimento em Startups. De início, trata-se brevemente das diferentes opções aceitas pela LCP 182, pois sua comparação ao Contrato de

Participação é útil à melhor compreensão deste. Em seguida, são desenvolvidos cada um dos elementos do Contrato de Participação, conforme a redação original da LCP 155 e as alterações da LCP 182, que são depois elencadas num quadro resumo. A tributação do Investidor é explorada apenas brevemente, por ser um elemento que pode incentivar ou desincentivar a utilização desse contrato.

O quarto e último capítulo de desenvolvimento apresenta a análise da adequação do Contrato de Participação à relação de investimento anjo tradicional, tema deste trabalho. São explorados, em sequência, a figura da investida no contrato de participação e sua comparação à Startup – que normalmente ocupada o polo de investida numa relação de investimento anjo; o reconhecimento legal do Investidor Anjo frente às suas características tradicionais; e o próprio investimento formalizado pelo Contrato de Participação, com a apresentação de elementos que interagem com as características da relação de *smart-money* entre Anjo e Startup, e alguns dos fatores que podem levar as partes a escolher ou não esse contrato.

2 PANORAMA DA INOVAÇÃO, STARTUPS E INVESTIMENTO ANJO

Blank e Dorf (2012, p. 91) definem que a busca por um encaixe entre problema e solução (“problem/solution fit”) é um dos elementos centrais do desenvolvimento de um modelo de negócios de sucesso, e diz respeito à adequação entre a proposta de valor de uma organização e as necessidades dos destinatários de seus produtos. O foco na resolução de problemas importantes e cujas soluções valem a pena (RIES, 2012. p.67), como um dos pilares centrais para o desenvolvimento de um negócio significativo, já esboça o potencial impacto das empresas focadas em inovação.

Como expressamente reconhece o Marco Legal das Startups, o empreendedorismo inovador é um vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental (Art. 3º, I). Este é também um dos principais canais pelos quais uma sociedade pode acumular conhecimento, como exploram Aghion e Howitt (1992, p.2).

As Startups são agentes relevantes nesse cenário, visto que em essência são instituições projetadas para o desenvolvimento de soluções que tem a inovação como o centro de suas operações (RIES, 2012. p.27). Elas possuem, porém, uma necessidade premente por capital, sendo a falta deste a principal razão para seu insucesso (CBINSIGHTS, 2021), e a razão por buscarem investidores anjo – um dos principais agentes de financiamento externo para as Startups, especialmente no início de sua operação (CAZADO, 2021, p.216).

Nesse sentido, a inovação e o empreendedorismo inovador serão explorados no item 2.1, enquanto as Startups protagonizarão o item 2.2, e sua necessidade de capital será explorada no item 2.3. O Investidor-Anjo recebe destaque no item 2.4.

2.1 INOVAÇÃO

A Constituição Federal brasileira determina expressamente que “o Estado estimulará a formação e o fortalecimento da inovação nas empresas, bem como nos demais entes, públicos ou privados” (CF/88, Art. 219, par. ún). Não apenas isso, mas a atuação de inventores independentes e a constituição e manutenção de

ambientes promotores da inovação, como parques e polos tecnológicos, também devem ser estimuladas pelo Estado (CF/88, Art. 219, par. ún.).

O próprio Contrato de Participação do Investidor Anjo, foco deste trabalho, foi criado com o objetivo central de incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos (LCP 123, Art. 61-A).

Para entender melhor a inovação e sua relevância, é preciso conceituá-la (item 2.1.1), antes de demonstrar a razão do interesse Estatal em seu fomento (item 2.1.2).

2.1.1 Conceito de Inovação

Springman (2011) aponta que a palavra “inovação” tem sua origem no Latin “*novus*”, que significa “novo”. A criação de algo novo, para ele, é o objetivo da maioria das iniciativas de inovação – tema que se tornou “uma indústria em si mesma”, com experts encorajando empresas a desafiar as presunções de suas áreas.

Pioneiro da análise moderna da inovação (NIGHTINGALE, 2018, p.735), Schumpeter a define como um fato distinto da mera “invenção”. Isto porque invenções que não são postas em prática são economicamente irrelevantes (SHUMPETER, 1934, p. 139). Segundo Elliott (1934, p.50), a inovação sempre envolverá a aplicação comercial de qualquer nova ideia.

Como levar qualquer tipo de melhoria ou inovação adiante é uma tarefa diferente do ato de inventá-la (SHUMPETER, 1934, p. 139), que, inclusive, requer tipos diferentes de competências e habilidades, os empreendedores podem ser inventores, mas não pela natureza de seu trabalho, e sim por mera coincidência.

Nem toda inovação será derivada de uma invenção, como nem toda invenção resulta numa inovação. Empreendedores, segundo Schumpeter, podem pôr em prática inovações que nem sequer precisam ser invenções, ao empregar algum(s) dos fatores de produção (“means of production”) já existentes de outras maneiras, criando, por exemplo, inovações na organização dos negócios (“business organisation”) ou em novas combinações comerciais (“commercial combinations”) (1934, p.187).

Invenções, por sua vez, frequentemente podem ser patenteadas, mas não necessariamente resultam em inovações (FREEMAN; SOETE, 1997, p.6). A

inovação, no sentido econômico, é alcançada apenas quando a primeira transação comercial que envolve a invenção é concluída.

Assim, resume Nightingale (2018, p.734), a inovação é o processo que leva uma invenção, descoberta ou ideia para sua primeira aplicação comercial de sucesso.

A exploração comercial de sucesso é relevante para a inovação na medida em que representa o incentivo para que o empreendedor assuma os riscos e incertezas inerentes ao processo (TEECE, 2018, p. 503). Nesse sentido, em 1843 Jeremy Bentham já havia asseverado que “he who has no hope that he shall reap, will not take the trouble to sow”², defendendo que a proteção de invenções³ contra imitações é tão necessária quanto a proteção de manufaturas estabelecidas contra o roubo (1962, p.71).

O inventor, continua Bentham, sem a tutela das Leis, poderia facilmente ser expulso do mercado por seu rival, que, ao encontrar a invenção pronta sem ter tido dispêndio algum em sua elaboração, poderia praticar preços mais baixos, privando o inventor de sua merecida recompensa pelo tempo e esforço empregados (1962, p.71).

Nessa perspectiva, Nunes (2016, p.31-32) conclui que, apesar de não ser o único mecanismo existente:

o sistema de patentes é um dos principais mecanismos pelo qual se incentiva o investimento em inovação, pois o direito de exclusividade conferido pela patente permite que seu titular cobre um preço-prêmio em troca de sua invenção, isto é, um preço superior ao que seria fixado em um ambiente de equilíbrio competitivo, de forma a recuperar os investimentos em inovação. (NUNES, 2016, p. 31-32)

O estudo aprofundado do sistema de patentes foge ao escopo deste trabalho. Enquanto mecanismo de incentivo à inovação, porém, o “preço-prêmio” mencionado relaciona-se ao conceito de *entrepreneurial rents*⁴. Estas são as recompensas obtidas quando o empreendedor pode assegurar a apropriabilidade (“appropriability”) da inovação desenvolvida (TEECE, 2018, p. 503).

A apropriabilidade observa-se quando o recurso (“asset”) da inovação é tácito (não observável em uso), o que previne a engenharia reversa, ou

² Tradução livre: “Aquele que não tem esperança de colher, não se dará ao trabalho de semear”.

³ A distinção entre invenção e inovação, proposta por Schumpeter (1934, p.139), é posterior ao manuscrito de Bentham, que data de 1800, apesar da edição citada ser de 1962.

⁴ Tradução livre: “renda de atividade empreendedora”

quando está legalmente protegido como propriedade intelectual (TEECE, 2018, p. 503). No período entre a apresentação de uma inovação e a perda de sua vantagem competitiva, o empreendedor se apropria dos seus frutos, os *entrepreneurial rents*. Assim, resta claro o motivo dos empreendedores buscarem a Inovação. A razão de seu fomento pelo Estado será explorada em seguida.

2.1.2 Inovação como motor da economia e o incentivo Estatal

Uma matéria da revista *The Economist* (THINK..., 2011) equiparou a inovação ao Santo Graal dos dias de hoje, apontando que “rich-world governments see it as a way of staving off stagnation, poor governments see it as a way of speeding up growth, and businesspeople everywhere see it as the key to survival.”⁵

De fato, desde a segunda metade do século XX governos de países desenvolvidos e em desenvolvimento reconhecem a importância do papel da ciência e da tecnologia para alavancar seus processos de desenvolvimento econômico, social e cultural – preocupação que acentua-se no Brasil a partir da década de 1990, quando começa a ser enfatizada a necessidade de estruturar iniciativas explícitas de estímulo à incorporação da Ciência, Tecnologia e Inovação (“C,T&I”) em suas políticas de desenvolvimento (LOTUFO, 2009, p. 41)

A correlação entre a existência de empreendedores e os avanços econômicos de uma Nação, segundo Kozesinski (2017, p.23) remonta, também, à Schumpeter. Segundo o autor, o fomento do empreendedorismo nacional adquire relevância a ponto de tornar-se questão de política pública pois, em última instância, pode representar benefícios para a sociedade como um todo.

Essa perspectiva é sumarizada na ideia de que a taxa de crescimento de uma economia depende da soma dos esforços de pesquisa desenvolvidos em toda sua extensão (AGHION; HOWITT, 1992, p. 3).

Para Freeman e Soete (1997, p.2), a importância da inovação não reside apenas no crescimento da riqueza de nações no sentido da prosperidade econômica, mas também na viabilização de melhorias na qualidade de vida da

⁵ Tradução Livre: “Governos de países ricos a vêem como uma maneira de repelir a estagnação, governos de países pobres a veem como uma maneira de acelerar seu crescimento, e pessoas de negócios de todos os lugares a veem como a chave para a sobrevivência.”

população. Os autores defendem – especialmente frente àqueles que criticam a quantidade de bens materiais que são produzidos em decorrência da inovação constante – que a melhoria da qualidade de vida e do meio ambiente, a conservação de recursos naturais a longo prazo e a prevenção da maioria das formas de poluição, bem como a reciclagem de produtos descartados, são todos objetivos que igualmente dependem de avanços tecnológicos e inovações sociais.

Nesse sentido, uma das diretrizes declaradas do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador é o “aperfeiçoamento das políticas públicas e dos instrumentos de fomento ao empreendedorismo inovador” (Art. 3º, VI), uma vez que reconhece o “fomento ao empreendedorismo inovador como meio de promoção da produtividade e da competitividade da economia brasileira e de geração de postos de trabalho qualificados” (Art. 3º, V).

Essas diretrizes acompanham a determinação constitucional de incentivo ao mercado interno, cujo objetivo é “viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do País” (CF/88, Art. 219, *caput*). Para tanto, o Estado deverá estimular a formação e o fortalecimento da inovação em empresas e outros entes públicos ou privados, além de constituir e manter parques, polos tecnológicos e outros ambientes promotores da inovação, além de incentivar a atuação de inventores independentes e a criação, absorção, difusão e transferência de tecnologia (CF/88, Art. 219, par. ún.).

A execução de políticas públicas voltadas ao desenvolvimento do empreendedorismo e da inovação, portanto, não constitui mera discricionariedade da Administração, mas uma “obrigação constitucional” (LINS, 2019, p.2).

Como visto, o conceito de inovação, conforme cunhado por Schumpeter (1934, p. 139), relaciona-se à exploração comercial de novidades ou invenções desenvolvidas. No âmbito da atuação Estatal como agente promotor da inovação, porém, a correlação entre inovação e mercado é criticada por Feres e Cunha (2014, p.239), para quem considerar a inovação tão somente pelo seu potencial de geração de ativos econômicos é uma concepção “meramente utilitária”. Para os autores, estimular inovações pela necessidade de manter a competitividade no mercado pode gerar “uma enorme deficiência moral e jurídica na atuação do

Estado”, com efeitos como, por exemplo, a baixa produção de conhecimento no âmbito das doenças negligenciadas⁶ (2014, p.239).

A conclusão apresentada por eles é que a inovação, no contexto dos programas desenvolvidos pelo Estado “deveria constituir-se como uma política de resolução de problemas humanos lato sensu e não simplesmente em sentido reducionista, como acontece quando a inovação é alinhada para a resolução de problemas do setor econômico”⁷ (FERES; CUNHA, 2014, p.253).

Conforme a Lei 10.973 de 2004, que dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, as medidas de empregadas pela Administração Pública para fomento da inovação devem observar princípios como a promoção de estratégias para o desenvolvimento econômico e social (Art. 1º, par. ún., I) e redução das desigualdades sociais (Art. 1º, par. ún., III), sem deixar de lado a promoção da competitividade empresarial nos mercados nacional e internacional (Art. 1º, par. ún., VII), entre outros. Quanto às contratações públicas, a nova Lei de Licitações e Contratos Administrativos (Lei 14.133 de 1º de abril de 2021) já estabelece como objetivo do processo licitatório o incentivo à inovação e ao desenvolvimento nacional sustentável (Art. 11, IV).

As principais formas de acesso às políticas de fomento à inovação do Estado são, segundo Lins (2019, p.9-20), a adesão a editais que ofertam incentivos financeiros a título de subvenção econômica e a participação em contratações públicas, fazendo uso dos benefícios às ME e EPP⁸.

Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.17), nesse sentido, defendem que fomentar a inovação, dando condições para o surgimento de empresas que desequilibram mercados significa melhorar as condições que um país possui de

⁶ “As doenças negligenciadas são aquelas causadas por agentes infecciosos ou parasitas e são consideradas endêmicas em populações de baixa renda. Essas enfermidades também apresentam indicadores inaceitáveis e investimentos reduzidos em pesquisas, produção de medicamentos e em seu controle.” (VALVERDE, Ricardo. Doenças Negligenciadas. **Agência Fiocruz de Notícias**. Rio de Janeiro: Fundação Oswaldo Cruz Disponível em: <https://agencia.fiocruz.br/doen%C3%A7as-negligenciadas>. Acesso em: 06 nov. 2021.)

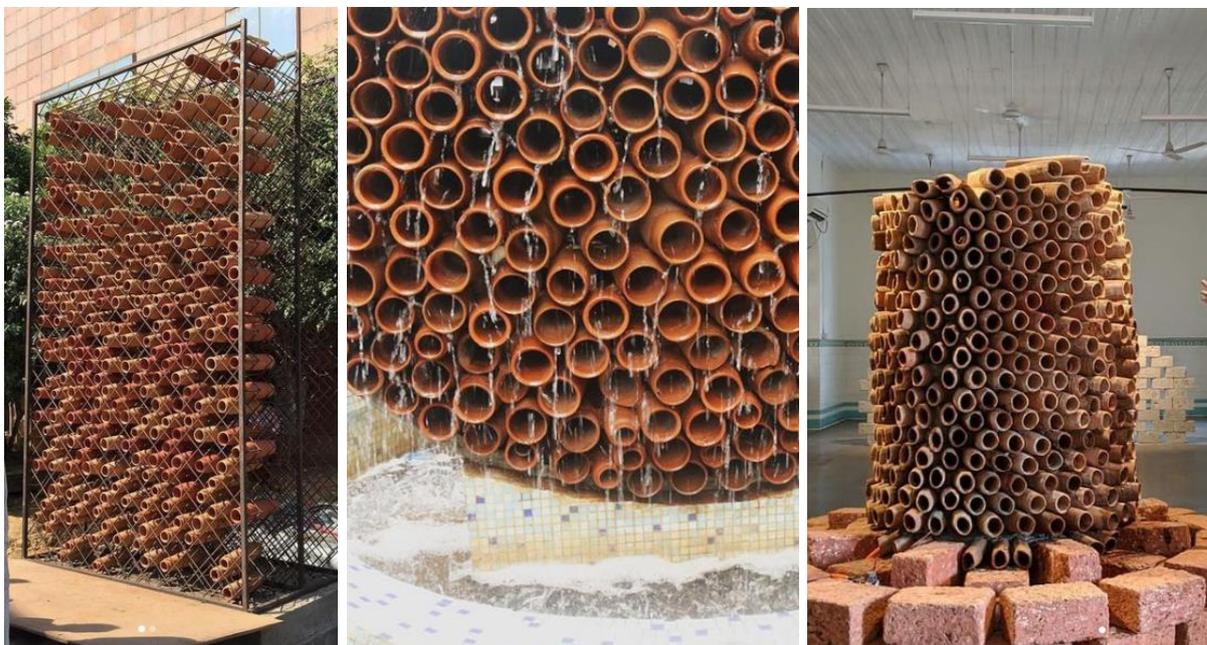
⁷ Os autores constroem sua conclusão com base no ideal político de Integridade, conforme proposto por Ronald Dworking em “O Império do Direito”, e sua conexão com o referencial da Ação Comunicativa aplicada ao Direito, de Jürgen Habermas, apresentado em “Facticidad y Validez”, defendendo que a atuação Estatal deve ser coerente com “os princípios fundamentais originados de um projeto institucional político”, e com “a formação e manifestação de valores cultivados na comunidade no decorrer de sua história institucional”. É nesse sentido que concluem que uma política enviesada à participação no mercado “não encontra respaldo num projeto institucional intersubjetivamente construído porque, a princípio, deixa-se orientar exclusivamente por imperativos econômicos que possuem tão somente a força fática de imporem seus interesses.”

⁸ Os artigos 42 e seguintes da Lei Complementar 123 tratam dos benefícios das ME e EPP em contratações públicas.

crescer economicamente, e atingir o desenvolvimento social. Como preconizam, “basta observarmos aplicações de novas tecnologias ao setor de saúde, cultura, infraestrutura, e outros tantos serviços que se tornam mais acessíveis e eficientes graças à agilidade e economia propiciados pela adoção de ferramentas inovadoras” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p.17).

Para ilustrar essa afirmação, é possível apontar a Startup indiana Coolant, cuja missão é readaptar métodos de resfriamento tradicionais utilizando novas ferramentas e pesquisas tecnológicas, em suporte a iniciativas de combate ao aquecimento global (COOLANT, 2021). O produto que desenvolvem, em diversos formatos e tamanhos, é uma estrutura modular formada por cilindros de terracota organizados em um formato de colmeia, que são molhados. Com a evaporação da água na superfície dos vasos, a temperatura ao seu redor é reduzida – um conceito conhecido há centenas de anos, que atinge uma eficiência altíssima com o uso de tecnologia, que determina a configuração ideal da estrutura e o funcionamento de seu sistema de irrigação (UNEP, 2019).

Figura 1 – Três imagens dos produtos da Coolant



Fonte: UNEP (2019)

A solução desenvolvida é mais barata que aparelhos de ar-condicionado elétricos, seu uso representa uma economia no consumo de energia que pode chegar a 20%, e cada tubo de cerâmica é produzido a mão por artesãos

indianos (COOLANT, 2021). Considerando, também, que não há emissão de gases poluentes, ou geração de calor, a iniciativa foi uma das vencedoras do prêmio Asia-Pacific Low-Carbon Lifestyles Challenge⁹, organizado pelo United Nations Environment Program¹⁰ - UNEP em 2018.

Como defendem Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.17) “um ambiente favorável à inovação e desenvolvimento de novas tecnologias é um ambiente propício ao crescimento”. O exemplo da Startup indiana é apenas um, e exemplifica o potencial dos empreendedores sociais (“social entrepreneurs”) descritos por Blank e Dorf (2012, p. 18), que constroem sua inovação com o objetivo de mudar o mundo, e para quem a busca de lucro pode ser instrumental para a disseminação das soluções, mais do que um fim em si mesma.

2.2 STARTUPS

No contexto da busca pela inovação, as Startups são relevantes agentes. Para entendê-las, além de descrever quem são (item 2.2.1), é preciso explorar como nossa legislação as reconhece (item 2.2.2).

2.2.1 Quem são as Startups

A etimologia da palavra Startup é o verbo da língua inglesa “start”, em sua forma imperativa “start up”, que significa “comece”, que foi substantivado, passando a significar “lançamento”, “inicialização”. O Dicionário de Inglês de Oxford (*apud* PAHWA, 2019), cuja missão é registrar o primeiro uso de palavras nesse idioma por entender que este é um aspecto crucial para o estudo da evolução de seu significado, aponta que o primeiro uso da palavra com o sentido de “companhia que acaba de começar” foi em 1976, em um artigo da Forbes, intitulado “*The unfashionable business of investing in startups in the electronic data processing field*”¹¹.

⁹ Tradução livre: Desafio do Estilo de Vida de Baixa [emissão de] Carbono do Ásia-Pacífico.

¹⁰ Tradução livre: Programa Meio Ambiente da Organização das Nações Unidas

¹¹ Tradução livre: “O negócio fora de moda de investir em Startups no campo de processamento eletrônico de dados”

No mesmo ano, 1976, o investidor americano David Silver publicou o livro “*Start-up Directory Plus 26 Methods of Financing A New Company*”¹², sendo, segundo Cavalcante (2015, p.21) o “primeiro autor a cunhar o termo start-up”. Ao ser questionado sobre a que tipo de negócio se referia, David Silver esclareceu que:

[...] ‘startup’ é quando você [após conceber e testar uma ideia de empreendimento] pode dizer que este é o problema que eu quero resolver, aqui está a solução que eu quero trazer para o problema e este é o time que eu quero ter. Este é o ‘startup’ que me referia”. (CAVALCANTE, 2015, p. 301)

O termo “startup”, hoje, relaciona-se exatamente à descrição acima. Eric Ries (2012, p.27) fala em instituições humanas que são projetadas para criar soluções, desenvolver produtos e serviços em condições de extrema incerteza, sempre com a inovação como o centro de suas operações – seja esta inovação tecnológica, de produto, de serviço, de processo ou mesmo de modelo de negócio.

Blank e Dorf (2012, p. 13) defendem que Startups não são simplesmente versões menores de grandes empresas, ou empresas tradicionais em estágio inicial. Isso porque empresas tradicionais executam seu modelo de negócios onde os consumidores, seus problemas e as características necessárias em um produto para resolver esses problemas são todos fatores conhecidos. Em contraste, Startups operam em um estado constante de “busca” por um modelo de negócios repetível e lucrativo.

Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.24-26) resumem as características de uma Startup da seguinte forma: i) Encontra-se em estágio inicial, sendo notadamente carente de processos internos e organização; ii) Possui perfil inovador; iii) Possui significativo controle de gastos e custos; iv) Seu serviço ou produto é operacionalizado por meio de um produto mínimo viável; v) O produto ou ideia explorado é escalável; vi) Apresenta necessidade de capital de terceiros para operação inicial; vii) Utiliza tecnologia para seu modelo de negócios; viii) Opera em um contexto de extrema incerteza.

As Startups concentram seus esforços na busca de um modelo de negócios repetível, escalável e lucrativo (BLANK; DORF, 2012). Neste sentido, repetível é o negócio capaz de crescer sem alterar significativamente seu funcionamento ou seus custos de manutenção, e escalável é o negócio capaz de entregar a mesma solução cada vez mais, de maneira quase ilimitada.

¹² Tradução livre: “Diretório de ‘start-ups’ mais 26 métodos de financiar uma nova companhia”

2.2.2 Startups para a Legislação

Como defendem Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.24), “o conceito de Startup para fins legislativos sofre alterações de acordo com a política pública que se quer promover” em cada País, variando de acordo com a finalidade a que se destina.

No Brasil, em âmbito federal, o primeiro grande reconhecimento legislativo das Startups ocorreu com a Lei Complementar nº 167 de 2019, que promoveu mudanças na Lei Complementar nº 123 de 2006 (Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte), ao instituir o Inova Simples – um regime especial simplificado que concede um tratamento diferenciado às empresas de inovação.

Os §§ 1º e 2º do Art.65-A da LCP 123 originalmente definiam a Startup como “empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos”, caracterizando-as 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.”

Esses dispositivos, porém, foram expressamente revogados pela Lei Complementar nº 182 de 2021 (Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador), que trouxe uma nova definição para essas organizações.

A nova Lei de Licitações e Contratos Administrativos (Lei 14.133/2021), promulgada apenas dois meses antes do Marco Legal das Startups, possui uma definição diferente de Startups, ainda vigente. Em seus termos, a Administração Pública poderá valer-se de procedimento aberto de manifestação de interesse¹³ restrito às Startups, assim considerados:

os microempreendedores individuais, as microempresas e as empresas de pequeno porte, de natureza emergente e com grande potencial, que se dediquem à pesquisa, ao desenvolvimento e à implementação de novos

¹³ Um procedimento auxiliar das licitações e das contratações regidas pela Lei de Licitações e Contratos Administrativos (L14.133, Art. 78), por meio do qual “a Administração poderá solicitar à iniciativa privada, mediante procedimento aberto de manifestação de interesse a ser iniciado com a publicação de edital de chamamento público, a propositura e a realização de estudos, investigações, levantamentos e projetos de soluções inovadoras que contribuam com questões de relevância pública” (L14.133, Art. 81)

produtos ou serviços baseados em soluções tecnológicas inovadoras que possam causar alto impacto (Lei 14.133/2021, Art. 81, §4º).

O principal referencial legislativo sobre o tema, porém, é o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (Lei Complementar 182 de 2021), promulgado em 1º de junho de 2021. Essa Lei Complementar enquadra como Startups as “organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados” (art. 4º, caput).

Identificar brevemente quais as características de uma Startup para nossa legislação é relevante, pois nos permite precisar quem poderá se valer do tratamento especial¹⁴ a elas dispensado.

2.2.2.1 Organizações Empresariais ou Societárias

Organizações, segundo Idalberto Chiavenato (2005, p.59), apesar de terem diferentes conceituações para cada teoria administrativa, são grupos de pessoas que trabalham em conjunto, utilizando e aplicando os recursos organizacionais para alcançar objetivos em comum. Para o Direito, as organizações podem assumir diferentes formatações jurídicas.

Quando a LCP 182 define Startups como organizações empresariais “ou” societárias, não resta dúvida que as sociedades empresárias são algumas dessas possíveis formatações. De fato, o §1º do Art. 4 dessa Lei Complementar inclui as sociedades empresárias no rol de sujeitos elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada às Startups. Interessante é a análise da partícula “ou” nesse fragmento da definição.

Existem organizações empresariais não societárias que podem enquadrar-se como Startups para os fins da Lei Complementar, bem como existem organizações societárias não empresarias na mesma situação. No primeiro grupo, inserem-se o empresário individual e a empresa individual de responsabilidade

¹⁴ O Decreto nº 10.122, de 21 de novembro de 2019, instituiu o Comitê Nacional de Iniciativas de Apoio a Startups buscando articular as diversas iniciativas destinadas ao fomento de Startups no âmbito da administração pública federal. O Startup Point (disponível em: <https://www.gov.br/startuppoint/pt-br>) foi uma das iniciativas lideradas pelo comitê, e centraliza o acesso aos 35 programas de apoio do Governo Federal, organizando-os de acordo com as fases de desenvolvimento das Startups.

limitada (“Eireli”), enquanto no segundo grupo figuram as sociedades cooperativas e as sociedades simples.

O empresário individual e a EIRELI exercem a atividade empresarial de forma individual – sem admitir sócios. A principal diferença entre ambos, além da necessidade de capital mínimo para constituição da Eireli, é a limitação de responsabilidade pessoal, ausente no empresário individual, que atua em nome próprio, respondendo pelas obrigações assumidas no exercício de sua atividade com seu patrimônio pessoal, sem limitação de responsabilidade (TOMAZETTE, 2020, p. 75). Já a Eireli costumava ser a única formatação jurídica com limitação de responsabilidade para quem exercia atividade empresarial individualmente. Hoje, ela compete com a sociedade empresária limitada, que passou a poder ser constituída por uma única pessoa (Código Civil, Art. 1.052, §1º. Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019).

Em 27 de agosto de 2021 foi publicada a Lei 14.195, que determinou que todas as Eirelis existentes naquela data seriam transformadas em sociedades limitadas unipessoais, independentemente de qualquer alteração em seu ato constitutivo (Art. 41, caput). A interpretação da norma levou o Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (“DREI”) a emitir o Ofício Circular SEI nº 3510/2021/ME, onde exara a orientação de que se operou a revogação tácita¹⁵ da Eireli e declara já haver elaborado proposição de Medida Provisória para que o inciso VI do Art. 44, e o Art. 980-A e parágrafos do Código Civil – que tratam da espécie – sejam expressamente revogados (DREI, 2021, p.2). A orientação do DREI para as Juntas Comerciais, publicada no mesmo ofício, é que se abstenham de arquivar a constituição de novas empresas individuais de responsabilidade limitada, e informem o usuário da extinção da espécie e possibilidade de constituição de sociedade limitada por apenas uma pessoa (DREI, 2021, p.3).

¹⁵ O Projeto de Lei de Conversão da Medida Provisória nº 1.040/2021 (PLV nº 15, de 2021) que resultou na Lei 14.195/2021, determinava a revogação dos dispositivos do Código Civil que instituíram a Eireli, mas o dispositivo que tratava do tema (Art. 57, XXIX, “e”) foi vetado pela Presidência da República. Segundo o Ofício Circular do DREI, isto ocorreu “porque esse dispositivo também revogava outros artigos do Código Civil que, no entendimento da Presidência da República, não deviam ser revogados. Assim, como não há possibilidade de veto parcial, acabou-se vetando o dispositivo por inteiro.” Como, ainda assim, a Lei nº 14.195 foi sancionada com a manutenção do dispositivo que determina a conversão das atuais Eirelis em Sociedades Empresárias Limitadas, para o DREI é “imperioso concluir que o veto realmente não objetivava suprimir a extinção da Eireli”

Dado que as Juntas Comerciais se subordinam tecnicamente ao DREI (Lei nº 8.934/1994, Art. 6º) – sem analisar o mérito da ocorrência ou não de revogação tácita da Eireli, que foge ao escopo deste trabalho – a presente realidade é que, em princípio, não será possível constituir novas Eirelis no Brasil. Assim, como organização empresarial não societária que poderá ser utilizada para a constituição de Startups, temos atualmente o empresário individual.

No campo das organizações societárias não empresariais, figuram as sociedades cooperativas, por definição legal constituídas como sociedades simples (CC/2002, Art. 982, par. ún.), e as próprias sociedades simples. A cooperativa é formada por pessoas “que reciprocamente se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica, de proveito comum, sem objetivo de lucro” (Art. 3º da Lei nº 5.764/71). As Sociedades Simples são aquelas que, segundo a regra geral (CC/2002, Art. 982) tem por objeto o exercício de uma atividade que não é própria de empresário sujeito a registro, ou seja, atividades intelectuais, de natureza científica, literária ou artística, que não constituam elemento de empresa (CC/2002, Art. 966, par. ún.).

Figura 2 – Possibilidades de formação das Startups



Fonte: Adaptado da LCP 182, Art. 4º, caput e §1º.

2.2.2.2 Nascentes ou em operação recente

A definição de Startup proposta por Blank e Dorf (2012, p. 16) a considera uma organização temporária. O estado de constante busca que caracteriza

a atuação da Startup tem o objetivo de identificar um encaixe entre problema e solução (“problem/solution fit”), com a delimitação de um problema ou necessidade que muitas pessoas querem resolvido ou atendido, e de uma solução que o faça de forma atraente.

Nossa legislação identifica as organizações nascentes ou em operação recente por dois parâmetros: (i) receita bruta e (ii) tempo de inscrição no CNPJ.

É preciso, em primeiro lugar, que a receita bruta no ano anterior da organização seja de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), ou, caso não tenha funcionado em todos os meses no ano anterior, sua receita bruta seja de até R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade (LCP 182, Art. 4º, §1º, I).

Em segundo lugar, o tempo de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) não pode ultrapassar 10 (dez) anos (LCP 182, Art. 4º, §1º, II). Para a verificação deste requisito, o tempo de inscrição será contado i) da inscrição da incorporadora, em caso de incorporação; ii) da inscrição mais antiga entre as empresas fundidas, em caso de fusão; iii) da inscrição da empresa cindida, caso seja criada uma sociedade através de cisão; e iv) da inscrição da empresa já existente que absorve a empresa cindida, caso haja transferência de patrimônio após a cisão (LCP 182, Art. 4º, §2º).

2.2.2.3 Atuação caracterizada pela inovação

A inovação, já explorada no item 2.1, caracteriza a atuação da Startup. A LCP 182 estabelece dois parâmetros, observáveis alternativamente, para reconhecer este critério:

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

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. (Art. 4º, §1º, III)

Quanto à alínea “a”, o mencionado inciso IV do Art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004 define inovação como a:

introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho.

Já o Art. 65-A da LCP 123, institui o Inova Simples¹⁶ - Um regime especial simplificado com ritos sumários para abertura, alteração e fechamento de empresas – destinando-o às “iniciativas empresariais de caráter incremental ou disruptivo que se autodeclarem como empresas de inovação”. No cadastro dessas iniciativas, exige-se que descrevam o escopo da intenção empresarial inovadora, “que utilize modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços” (LCP 123, Art. 65-A, §4º, II).

2.3 NECESSIDADE DE CAPITAL

O relatório “The top 12 reasons startups fail” editado pela CB Insights em 2021 analisou 111 post-mortems¹⁷ de Startups em todo mundo desde o ano de 2018. Entre as 12 razões para o insucesso que foram listadas, a principal é a falta de capital, tendo o parâmetro “dinheiro chegou ao fim / falhou em levantar novo capital”¹⁸ sido apontado como determinante em 38% dos casos (CBINSIGHTS, 2021). O gráfico simplificado dos resultados da pesquisa consta no ANEXO B.

Em realidade, esta é outra grande característica que distingue as empresas de base tecnológica das demais – sua altíssima taxa de mortalidade antes da sua consolidação, que ocorre devido necessidade de alto volume de investimento inicial (COLOMBO et al, 2021, p.2). A quantidade de Startups encerradas antes de conseguir qualquer resultado positivo é tão relevante, que o período entre a validação

¹⁶ O Inova Simples já foi regulamentado pela Resolução CGSIM nº 55 de 2020, mas o sistema para sua utilização ainda se encontra em desenvolvimento pelo Comitê para Gestão da Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios – CGSIM (INPI. Inova Simples. Publicado em 13/05/2020. atual. em 05/11/2021. Disponível em: <https://www.gov.br/inpi/pt-br/projetos-institucionais/inova-simples>. Acesso em: 28 nov. 2021).

¹⁷ Termo em latim para “após a morte” ou “póstumo”, análise realizada após o final de uma situação ou evento, especialmente para detectar as causas do seu insucesso. POST-MORTEM. *In*: MICHAELIS Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa. São Paulo: Editora Melhoramentos, 2021 Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/busca?id=qOW8Z>. Acesso em: 20 nov. 2021.

¹⁸ “ran out of cash / failed to raise new capital”

do produto e o *breakeven*¹⁹, como é chamado o primeiro momento em que os ganhos se igualam aos gastos, é conhecido como “Vale da Morte” (RENCHEER, 2012, p.7).

Coelho e Garrido (2015, p.116) explicam que “na esmagadora maioria das vezes”, os recursos dos quais em empreendedores que iniciam Startups podem dispor são insuficientes para financiar o crescimento do negócio.

Leandro Santos (2017, p.8) explica:

Não só as startups, mas qualquer empresa existente em nosso planeta, já se deparou ou talvez se depare com o problema do déficit financeiro. Ao longo dos anos as empresas têm de enfrentar a diferença entre o dinheiro que precisam e o dinheiro gerado internamente. Tal diferença é denominada de déficit financeiro (SANTOS, 2017, p.8)

As organizações empresariais em geral dependem, grosso modo, de duas formas de financiamento: interno e externo (COELHO; CAMARGO; RIGÃO, 2017, p.223). O financiamento interno ocorre pelo aproveitamento de recursos próprios da instituição, como lucros não distribuídos, economias fiscais, desmobilização de ativos, entre outros. Já o financiamento externo pode ser obtido com recursos próprios, dos sócios (através de um aumento do Capital Social, ou um Adiantamento para Futuro Aumento de Capital) ou com recursos de terceiros, como empréstimos bancários, fornecedores, debêntures, comercial papers, entre outros.

Mesquita (2019, p. 11) complementa que o financiamento interno não aumenta o nível de endividamento da sociedade, enquanto o financiamento externo necessariamente implica na necessidade de compensação dos valores que forem captados.

Como, no âmbito de empresas em crescimento “na esmagadora maioria das vezes os recursos que dispõem estes empreendedores não são suficientes” (COELHO, CAMARGO E RIGÃO, 2017, p.222), eles não têm outra saída senão buscar o financiamento externo de terceiros. Concorda Machado (2015, p. 36) que a escassez de capital próprio inicial leva as Startups a dependerem de fontes externas de recursos.

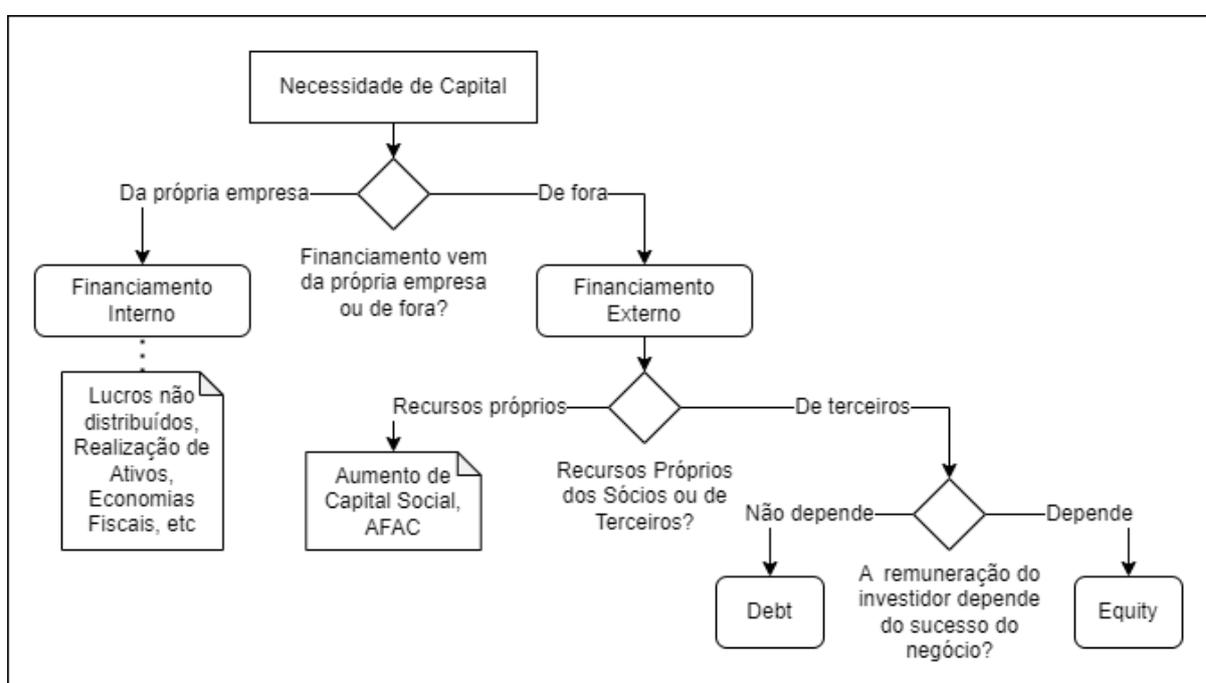
O financiamento externo, como aponta Mesquita (2019, p.11) pode se estruturar na forma de equity (participação) ou debt (dívida). Equity é a própria representação do Capital Social, ou a utilização de recursos gerados pela própria empresa, como lucros não distribuídos para a remuneração do investidor, enquanto

¹⁹ Tradução livre: empatar. Termo utilizado em referência ao momento em que os ganhos se igualam aos gastos de uma Startup.

debt se refere à formação de dívidas, como empréstimos bancários e linhas de crédito (SANTOS, 2017, p.16).

Em investimentos formalizados por equity, o investidor “receberá o fruto de seus investimentos por meio de dividendos, e portanto, está necessariamente atrelado ao sucesso do empreendimento”, enquanto na utilização de mecanismos de debt “os frutos se darão por meio de juros, os quais serão devidos independentemente do sucesso do empreendimento” (MESQUITA, 2019, p.11).

Figura 3 – Estrutura de Financiamento



Fonte: Adaptado de Mesquita (2019).

A disrupção e a incerteza do negócio das Startups, porém, são aspectos que dificultam o alcance de formas de financiamento externo tradicionais, como crédito bancário, aponta Machado (2015, p.19). Este fato, para o autor, pode estar relacionado à difícil identificação do potencial de crescimento do negócio devido à complexidade da tecnologia.

Por este motivo, muitas Startups optam por capital de risco, que é um tipo de investimento não garantido por ativos, segundo apontam Bacher e Guild (1990, apud MACHADO, 2015, p.20).

Na lição de Schumpeter (1934, p.191), o empreendedor jamais é quem assume o risco financeiro do fracasso de sua iniciativa. Isto porque, ainda que ele se autofinancie (financiamento interno), o risco recai sobre ele enquanto

capitalista, não enquanto empreendedor, porque “risk-taking is in no case an element of the entrepreneurial function. Even though he may risk his reputation, the direct economic responsibility of failure never falls on him”²⁰ (Schumpeter, 1934, p. 191). Segundo o autor, aquele que fornece o crédito é quem assume o risco²¹.

Apesar do alto risco do investimento em Startups associado a sua baixa liquidez, a possibilidade de descoberta de um modelo de negócios escalável traz uma alta expectativa de rentabilidade futura, o que atrai um perfil específico de investidor, convencionalmente chamado de anjo (MACHADO, 2015, p.19).

O investimento anjo é, muitas vezes, essencial para que as empresas acessem mais financiamento no futuro, pois seu investimento inicial permite que a Startup se desenvolva até um estágio suficiente para que o investimento seja atrativo a outros agentes (MASON; 2008, p.3). A lógica é que, “à medida que a empresa evolui nos estágios de desenvolvimento, o grau de risco diminui, pois o negócio vai se provando economicamente viável” (SARFATI, 2018, p.14).

2.4 INVESTIDOR ANJO

O termo “anjo”, no contexto de negócios, parece ter surgido no início do Século XX, em referência a indivíduos cujos interesse e patrimônio eram suficientes para apoiar o lançamento ou continuidade de espetáculos na Broadway (CAZADO, 2021, p.214. SPINA; 2013, p.23). A contrapartida recebida, na época, costumava ser uma participação no lucro da peça, caso esta fosse próspera.

A expressão “investidor-anjo”, conforme empregada atualmente para referir-se a “indivíduos que propiciam recursos financeiros para empresas iniciantes em troca de ganhos financeiros futuros” remonta à década de 1960, ainda de acordo com Cazado (2021, p. 214).

No contexto da necessidade de capital das Startups, Mason (2008, p. 2) defende que o investimento anjo é a fonte de capital de risco mais relevante para essas organizações. De fato, Coelho e Garrido apontam que “o investimento anjo, certamente, pode ser o divisor de águas na vida de uma startup” (2015, p. 129).

²⁰ Tradução livre: “a assunção de riscos não é, em caso algum, um elemento da função do empreendedor. Ainda que ele possa arriscar sua reputação, a responsabilidade econômica direta do fracasso jamais recai sobre ele”

²¹ Do original “The one who gives credit comes to grief if the undertaking fails” (SCHUMPETER, 1934, p.191)

Para entender melhor esta figura tão relevante para as Startups, é preciso explorar tanto as suas características tradicionais (item 2.4.1) como seu reconhecimento legislativo (item 2.4.2).

2.4.1 O Anjo na prática de mercado – Dinheiro Inteligente

O primeiro pesquisador a debruçar-se sobre a figura da pessoa natural que investe seus próprios recursos em negócios não listados em bolsa de valores, usualmente Startups, (SOHL; HARRISON; MASON, 2018), foi o autor americano Willian Wetzel. O termo “anjo”, teria sido cunhado no artigo “*Angels and Administration*”²², datado de 1983, que tornou-se um marco na pesquisa sobre o Investimento Anjo.

Wetzel descreveu o Investidor Anjo como:

Investidores que preenchem o que outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica; capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco. (WETZEL, 1983, p. 23, *apud* MACHADO, 2015, p.15)

Esse modelo de investimento, segundo Cazado (2021, p.214), consolidou-se com o tempo, e os investidores-anjo progressivamente se profissionalizaram na busca de retorno financeiro, e atualmente “têm absoluta preferência por investir em startups de tecnologia”, dado que elas possuem maior potencial de escalabilidade – sendo, conseqüentemente, mais atrativas.

No Brasil, em 2021, o valor dos investimentos aportados por Anjos em Startups variou entre 15 e 100 mil reais, sendo o valor médio 34 mil reais (ANJOS DO BRASIL, 2021), como pode-se consultar no ANEXO A.

Sarfati (2018, p.15) reforça que os investidores-anjo são tipicamente “pessoas físicas que, em uma estratégia de diversificação do seu portfólio de investimentos, aportam recursos para startups”.

Segundo Coelho e Garrido (2015, p.116), os investidores anjo são, em sua maioria, empreendedores que já conquistaram o sucesso em seus negócios e, já experientes, passam a investir em Startups, “fornecendo além do capital

²² Tradução livre: Anjos e Administração

financeiro, mentoria e networking qualificado”. Pesquisa realizada em diversos países, segundo Kelly e Hay (2003, p.287) revelou um retrato notavelmente similar de um Investidor Anjo típico: um homem de meia idade, razoavelmente rico, com os “macetes do empreendedorismo” (“*entrepreneurial smarts*”).

Herbst e Agostinho (2019, p.243) explicam que o investimento-anjo traz grandes benefícios para ambas as partes, tanto investidor como investida:

[...] pois [o investimento anjo] se trata de smart money, que combina os recursos financeiros com o know-how e mentoria do empresário mais experiente para o principiante. Esta transação reduz os riscos de insucesso para a empresa, diante da possibilidade de contar com orientações e rede de contatos de empresários tarimbados. Por outro lado, o investidor pode ampliar sua carteira de negócios sem correr riscos societários, tributários e trabalhistas enquanto a empresa ainda está em fase experimental. A estrutura societária e de capital da empresa é reajustada conforme o negócio evolui. (HERBST; AGUSTINHO, 2019, p. 243)

Pesquisadores suíços analisaram mais de 150 empresas de tecnologia em operação recente no início dos anos 2000, e identificaram que, entre os diferentes atores que apoiam o desenvolvimento em estágio inicial dessas organizações, a contribuição dos investidores anjo é aquela que é mais valorizada por elas (LINDSTRÖM; OLOFSON; 2001, p.165). Isso se revelou verdade em todas as dimensões de problemas analisadas: os anjos contribuíram no aperfeiçoamento dos projetos, em sua adequação ao mercado (“market coupling”), com a solução de problemas técnicos, entre outros.

Isso ocorre especialmente porque o valor do Anjo no processo de formação da Startup é reforçado por seu estilo de investimento “mão na massa” (“hands on”) (MASON, 2008, p.4). Os Anjos tipicamente investem em áreas de negócios com as quais eles já possuem familiaridade, e a consequência disso é que o valor de seu relacionamento com a Startup é consideravelmente potencializado pela experiência, conhecimento e expertise que eles passam para a investida através do seu envolvimento próximo (SPINA, 2013, p.23. MASON, 2008, p.5).

Para Spina (2013, p.17), o adjetivo “anjo” foi cunhado para esse tipo de investimento justamente pela relação próxima que se desenvolve entre a investida e o investidor. Outro valor agregado ao empreendedor pelo investidor-anjo é o seu nome, “em especial se este investidor-anjo for conhecido no mercado no qual o empreendedor irá atuar ou se o investidor tiver reconhecimento público pelo seu histórico profissional” (SPINA, 2013, p.23).

Não se pode esquecer, porém, que o investimento é realizado em empresas nascentes uma taxa de mortalidade muito superior à de negócios estabelecidos, o que torna o investimento anjo mais arriscado que qualquer outro investimento convencional – razão pela qual se espera um retorno, também, superior (SPINA, 2013, p.25). Cazado (2021, p.126) aponta que a relação de investimento anjo é “um exemplo cotidiano espetacular” da relação entre risco e retorno esperado, conforme preconizada pela teoria do portfólio de Harry Markowitz²³ – quanto maior o risco do investimento, maior o retorno esperado.

O risco e a expectativa de retorno, inclusive, ajudam a justificar a proximidade do acompanhamento do negócio promovido pelo investidor, e sua dedicação à investida (SPINA, 2013, p.18). Até porque, o capital que é investido e arriscado é o capital que pertence ao próprio investidor (SPINA, 2013, p. 23).

Investidores Anjo tipicamente são, em resumo, i) pessoas físicas; ii) já com alto patrimônio líquido (“net worth”) acumulado; iii) que investem seu patrimônio próprio; iv) investem também tempo, experiência, e conexões de mercado que foram adquiridos ao longo de sua carreira; v) em negócios emergentes, em fase inicial de desenvolvimento; vi) na esperança de um grande retorno financeiro futuro (MASON, 2008, p. 2. SPINA, 2013, p.17).

O investimento é altamente valorizado pelas Startups, mais pelo capital intelectual investido que pelo próprio dinheiro (CAZADO, 2021, p.216). Os elementos que se agregam ao investimento anjo – apoio da experiência acumulada pelo investidor na tomada de decisões, conexões profissionais, o valor reputacional de ter seu potencial reconhecido por um grande executivo – dão nome a este tipo de investimento: *smart-money*²⁴ (SPINA, 2013, p.24-25).

2.4.2 Investidor Anjo para a Legislação

O Marco Legal das Startups define o Investidor Anjo simplesmente como “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou

²³ Refere-se ao trabalho: MARKOWITZ, Harry M. Portfolio selection. **The Journal of Finance**. New Haven: Yale university press, 1968.

²⁴ Tradução livre – dinheiro inteligente.

a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes” (art. 2º, I).

Já a LCP 123 de 2006, na redação original do Art. 61-A, §2º proposta pela LCP 155 de 2016, definia o Investidor Anjo simplesmente como pessoa física ou jurídica responsável pelo aporte de capital realizado na forma do Contrato de Participação. O Art. 61-D também previa, originalmente, que fundos de investimento poderiam aportar capital como investidores-anjos nas MEs e EPPs. A alteração trazida pela LCP 182 a estes dispositivos inclui a necessidade de regulamento da CVM para a realização do aporte pelos Fundos de Investimento (LCP 123, Art. 61-A e Art 61-D).

O fundo de investimento, nos termos do Código Civil (Art. 1.368-C) é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. Resumem Arruda e Maduro (2017) que se trata de um “ente despersonalizado de natureza condominial regulado pelas normas do condomínio voluntário e por instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários-CVM.”

A Instrução Normativa da CVM n. 555, de 17 de dezembro de 2014, (“IN CVM 555/2014”) dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. A atuação dos administradores dos Fundos de Investimento é regulamentada pela Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021 (Resolução CVM 21/2021, Art. 1º, §3º).

3 FORMATAÇÃO DO INVESTIMENTO

O Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, segundo seu Art. 1º, II, “apresenta medidas de fomento ao ambiente de negócios e ao aumento da oferta de capital para investimento em empreendedorismo inovador”, entre outros objetivos.

O interesse do Estado no empreendedorismo inovador já foi explorado (item 2.1.2). Uma das medidas que foram escolhidas para seu fomento foi a formalização, por meio de Lei Complementar, de diretrizes e parâmetros para a realização de investimentos privados em Startups – relevantes no cenário pois sua atuação se volta à inovação.

O Contrato de Participação, foco deste trabalho, é uma das possíveis formas para esse investimento. As outras formas reconhecidas pela LCP 182 serão brevemente exploradas no item 3.1, enquanto o Contrato de Participação protagoniza o item 3.2.

3.1 FORMAS DE INVESTIMENTO

As Startups, nos termos do Art. 5º da LCP 182, “poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup”.

Segundo o parágrafo primeiro desse artigo, caso o aporte de capital realizado na Startup seja realizado por algum dos instrumentos listados em seus incisos, ele não será considerado como integrante do capital social (LCP 182, Art. 5º, §1º). A lista que se apresenta é a seguinte:

I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;

II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;

III - debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;

IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;

V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;

VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;

VII - outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa.

Todas essas formas de investimento têm em comum o fato de o aporte não ser considerado como integrante do capital social da investida (Art. 5º, §1º); o investidor não ser considerado sócio nem possuir direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual (Art. 8º, I) e não responder por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, além de não estar sujeito à desconsideração da personalidade jurídica da investida (Art. 8º, II), e, por fim, só poder ser considerado sócio após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária (Art. 5º, §2º)

Destaca-se a previsão de “outros instrumentos de aporte” que atendam às expectativas de não transformarem o investidor imediatamente em sócio. O inciso VII dessa lista faz com que as opções apresentadas sejam exemplificativas, tendo as partes a possibilidade de receber o tratamento descrito acima a partir de outras formas de investimento.

O estudo aprofundado dessas diferentes formatações para do investimento foge ao escopo deste trabalho, cujo foco é uma delas em especial – o Contrato de Participação positivado pela Lei Complementar 155 de 2016. É interessante, ainda assim, entender cada opção em termos gerais, pois a comparação entre elas favorece a análise do Contrato de Participação.

3.1.1 Opção de Subscrição e Opção de Compra de Participação Societária

Os contratos com Opção de Compra e com Opção de Subscrição são muito similares. Silva (2019, p.33) os distingue:

A opção de compra é exercível em face dos sócios/empreendedores. Nesse caso, o detentor do direito de compra, ao exercer a opção, adquire quotas da sociedade pertencentes a seus sócios, que ficam obrigados a vendê-las. Aqui não há necessariamente emissão de novas quotas pela sociedade. **A opção de subscrição é exercível contra a própria**

sociedade. Nesse caso, o exercício da opção obriga a sociedade a emitir novas quotas, que serão subscritas pelo titular da opção. Em geral, os sócios/empreendedores também assinam o contrato, na condição de intervenientes anuentes e coobrigados/obrigados solidários, assumindo a obrigação de adotar as providências necessárias para a emissão das quotas. (SILVA, 2019, p.33) (grifou-se).

Na realidade dos investimentos em Startups, Coelho e Garrido (2015, p.121) explicam que muitos investidores optam por realizar uma aquisição de opção de compra de participação societária, e ao adquirir a opção já entregam aos empreendedores os valores monetários. O instituto normalmente funciona com o desembolso real de capital somente no exercício da opção, mas a prática no contexto das Startups é que o investimento inicial, na aquisição da opção de compra, condicione o exercício dessa opção a um pagamento simbólico (COELHO; GARRIDO, 2015, p. 121).

3.1.2 Debêntures Conversíveis

As debêntures, como sumariza Fortuna (2015, p.385) são títulos, considerados valores mobiliários, emitidos por sociedades anônimas²⁵, que as lançam no mercado “para obter recursos de médio e longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo”. O autor (2015, p. 386) resume que “basicamente, uma debênture é uma forma de financiamento através de empréstimo de longo prazo”.

Segundo Flach e Silva (2015 p.148) a LSA limita-se a informar que a debênture confere um direito de crédito, sem a definir claramente. Na prática, sua emissão “trata-se de uma operação de empréstimo, semelhante ao contrato de mútuo, onde a empresa é a devedora e os debenturistas (aquele que possui a debênture) são os credores, pois foram estes que emprestaram o capital à empresa.”

As debêntures conversíveis, regidas pelo Art. 57 da Lei das Sociedades Anônimas, podem ser convertidas em ações nas condições constantes da escritura de emissão (Lei 6.404/1976, Art. 57).

²⁵ Discute-se a possibilidade de emissão de debêntures por Sociedades Limitadas que adotem, em seu Contrato Social, a regência supletiva da Lei das Sociedades Anônimas, dado que a falta de autorização para sua emissão no Código Civil coexiste com a falta de vedação (FLACH, Pedro; SILVA, Layon Lopes da. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. (coord.) Direito das Startups. Curitiba: Juruá Editora, 2015. p. 147-160)

3.1.3 Mútuo Conversível

Mútuo, segundo o artigo 586 do Código Civil, é o empréstimo de coisa fungível. O art. 85 do mesmo diploma dispõe que são fungíveis os bens móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade. Nesse sentido, ao receber um mútuo de dinheiro, espera-se que a contrapartida da investida seja a devolução, também, de dinheiro. O mutuário, segundo o art. 586 do CC, é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

No mútuo conversível em participação societária, investidor realiza seu investimento através da criação de uma dívida face à Startup (MESQUITA, 2019, p. 29), e este crédito que o investidor possui, que tem natureza de bem móvel, será posteriormente utilizado na integralização do Capital Social que ele subscreverá. Esse instrumento não adere à disposição do Código Civil, visto que o mútuo concedido pelo investidor à Startup é em dinheiro, e a participação societária recebida não se trata, sequer, de coisa do mesmo gênero (MARQUES, 2015).

Vale destacar que mesmo no mútuo conversível, o credor pode exigir o valor principal mutuado acrescido de juros, independentemente do resultado do negócio, como determina o Art.591 do Código Civil de 2002.

Este tipo de contrato se revela atrativo para os investidores, segundo Marques (2015, p. 79) por permitir o acréscimo de cláusulas que lhes confirmam direitos que normalmente são reservados aos sócios, sem que efetivamente se tornem sócios, tais como o direito de preferência na subscrição de novas quotas ou ações ou na compra das quotas ou ações alienadas pelos sócios; direito de veto em determinadas matérias; além de influência na nomeação de membros do conselho de administração e/ou diretoria.

O maior risco do mútuo conversível, entretanto, é o reconhecimento, pelo judiciário, do Investidor Anjo como sócio de fato do negócio, justamente devido aos direitos tipicamente reservados à sócios que podem ser concedidos ao investidor por meio de cláusulas nesse contrato (SANTOS, 2017).

A opção do Contrato de Participação, segundo Rorato (2019), se revelaria especialmente aos investidores anjo em oposição aos mútuos conversíveis, exatamente pela garantia que o investidor não responderá por dívidas da empresa

investida, afastando expressamente o instituto da desconsideração da personalidade jurídica, um dos maiores riscos dos contratos conversíveis.

Vale destacar, porém, que, a partir do Marco Legal das Startups, existe uma nova e expressa determinação de que o investimento não será considerado como integrante do capital social da empresa, e que o investidor só será considerado sócio após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária (LCP 182, Art. 5º, §§ 1º e 2º) – disposições que se estendem ao mútuo conversível.

3.1.4 Sociedade em Conta de Participação

A Sociedade em Conta de Participação (“SCP”), é um ente despersonalizado, segundo o Art. 933 do Código Civil. É uma sociedade regular, formada por um simples contrato entre as partes que estabelece, como contraprestação a um investimento (seja de dinheiro, bens, serviços, know how, entre outros) a distribuição de resultados da empresa (AFFONSO, 2014, p.9). Por não possuir personalidade jurídica, a SCP não possui a aptidão para assumir obrigações com terceiros, explica a autora, e quem atua no tráfego de obrigações jurídicas é o sócio ostensivo.

Mesquita (2019, p. 19) aponta que a SCP pode ser utilizada para a estruturação de investimentos de duas maneiras: (i) vários investidores, juntos, figuram como sócios ocultos em uma SCP formada com uma sociedade, e esta sociedade, como sócia ostensiva, realiza o aporte na Startup; ou (ii) o investidor figura como sócio oculto numa SCP diretamente com a Startup investida, que atuará normalmente como sócia ostensiva.

Arruda e Maduro (2017) destacam que, apesar de alguns investidores anjo terem constituído SCP com as Startups investidas, essa escolha não era a mais comum. O Investidor Anjo tradicional, por sua própria natureza, não costuma ocupar uma posição compatível com a de sócio oculto:

costuma ter vontade de ajudar na gestão da atividade e, assim, receber direito de voto e, muitas vezes, assento no órgão de administração, ele não costuma querer estar oculto. Pelo contrário, sua natureza, muitas vezes, aponta para um investidor não apenas capitalista, mas gestor, que, trazendo sua experiência empresária e seu capital, ajuda a alavancar uma ideia que tem tudo para se tornar um grande negócio. (ARRUDA; MADURO, 2017)

Além disso, a formação de uma SCP automaticamente exclui a investida do regime de tributação simplificada do Simples Nacional, uma vez que há vedação à participação, de empresa optante do Simples em SCP, conforme determinação da Receita Federal na Solução de Consulta nº 10.024/2015 (RECEITA FEDERAL DO BRASIL, 2015). Esse fato, para Mesquita (2015, p. 22), acaba por desestimular a estruturação do investimento anjo por meio de Sociedades em Conta de Participação, pois muitas vezes “não compensaria a migração para um regime tributário mais complexo ainda no momento inicial”.

Rorato (2019, p.57-58) defendia a existência de uma aproximação entre os institutos da SCP e do Contrato de Participação, que seria o fato de a remuneração do investidor, ou do sócio oculto, acontecer obrigatoriamente como distribuição de resultados da empresa investida, ou sócio ostensivo. Essa obrigatoriedade foi removida do Contrato de Participação, com as alterações da LCP 182, como trataremos no item 3.2.2.4.

A maior diferença entre os dois institutos, em princípio, é que no Contrato de Participação não há proibição para a interferência do Investidor Anjo na interação entre empresa investida e terceiros, já que na SCP tal influência, expressamente vedada, tornaria o sócio oculto solidariamente responsável às obrigações que foram assumidas com sua interferência (AFFONSO, 2014, p.37).

3.2 CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

O Contrato de Participação do Investidor Anjo, horas chamado apenas de “Contrato de Participação” (LCP 123, Art. 61-A, §1º), horas chamado de “Contrato de Investimento-Anjo” (LCP 182, At.5º, §1º, VI), foi positivado em 2016 pela Lei Complementar nº 155, que inseriu os dispositivos pertinentes a este contrato na Lei Complementar 123 de 2006 (Estatuto da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte).

A natureza do contrato é rapidamente mencionada no item 3.2.1. Além de analisar detidamente cada um de seus elementos (item 3.2.2), eles serão organizados em um quadro-resumo (item 3.2.3). A tributação dos rendimentos relacionados a este contrato (recebimento da remuneração pelo aporte, exercício do direito de retirada do investidor etc.) será brevemente explorada no item 3.2.4.

3.2.1 Natureza do Contrato

A Lei Complementar 155 de 2016 representou o primeiro reconhecimento legislativo específico para o investimento anjo. Para Arruda e Maduro (2017) o Contrato de Participação é típico:

A inovação legislativa nos colocou diante de um novo contrato típico: o "Contrato de Investimento-Anjo", que - embora nos pareça antinatural a tipificação de um contrato cível- societário em uma legislação complementar de cunho fiscal - indubitavelmente, foi o que logrou o legislador, por meio da inserção de cláusulas mínimas de um tipo de contrato: a inclusão de mais um contrato típico no ordenamento jurídico brasileiro. (ARRUDA; MADURO, 2017)

Como visto no item 2.3, o financiamento externo pode ser estruturado por meio de instrumento de *debt* ou *equity*, conforme esteja condicionado a uma dívida ou aos resultados da operação investida. Nesse sentido, Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.134) apontam que o contrato de participação “mistura conceitos de sociedade e investimento”. No mesmo sentido, Mesquita (2019, p.24) descreve sucintamente o Contrato de Participação como um “contrato de natureza híbrida”, que mistura direitos tipicamente societários, como a participação nos lucros da investida, com elementos de uma operação de crédito.

O investidor anjo, como será melhor desenvolvido no item 3.2.2.4, pode ser remunerado pelo seu aporte recebendo uma remuneração periódica ao final de cada período – opção em que o contrato se revela um instrumento de *debt* – ou ter seu investimento convertido em participação societária – numa estrutura de *equity*.

3.2.2 Elementos do Contrato de Participação

Para entender o Contrato de Participação de forma completa, é preciso analisar cada elemento que a Lei Complementar nos oferece. São eles: as partes do contrato (item 3.2.2.1); sua finalidade (item 3.2.2.2); seus prazos (item 3.2.2.3); a remuneração do investidor (item 3.2.2.4); a forma de acompanhamento da atividade da investida (item 3.2.2.5); a responsabilidade pelo exercício da atividade (item 3.2.2.6); a limitação de responsabilidade do investidor (item 3.2.2.7); seu direito de resgate do aporte (item 3.2.2.8); a possibilidade de transferência de titularidade do

aporte (item 3.2.2.9); o direito de preferência do investidor (item 3.2.2.10); e seu direito de venda conjunta (item 3.2.2.11).

3.2.2.1 Partes do Contrato

Nos termos do Art. 61-A da LCP 123, a sociedade enquadrada como ME ou EPP pode admitir aporte de capital que não integrará seu Capital Social, realizado pelos chamados “investidores anjo” (LCP 123, Art. 65-A).

As investidas, portanto, são aquelas sociedades que gozam dos benefícios da própria LCP 123 – Estatuto da ME e EPP – onde está inserido o Contrato de Participação. Elas podem ser sociedades empresárias, sociedade simples, EIRELIS²⁶, ou Empresários Individuais, desde que auferam em cada ano calendário, no caso das ME receita bruta inferior ou igual a R\$ 360.000,00; e, no caso das EPP receita bruta entre o patamar da ME e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (LCP 123, Art. 3º, I e II), além de atender aos requisitos listados nos parágrafos do Art. 3º da LCP 123.

Destaca-se que, para fins de enquadramento da investida como ME ou EPP, os valores de capital aportado por meio do Contrato de Participação não são considerados receitas da sociedade (LCP 123, Art. 65-A, §5º). Além disso, o investimento anjo não está condicionado à adoção do regime do Simples Nacional pela investida, bastando seu mero enquadramento como ME ou EPP (IN RFB 1719/2017, Art. 1º, par. ún.).

Em relação ao investidor, a redação original do §2º do Art 61-A definia que o aporte de capital seria realizado por pessoa física ou jurídica, denominadas investidor-anjo. Como explorado no item 2.4.2, a LCP 182 de 2021 deu nova redação ao parágrafo, inserindo fundos de investimento ao lado das pessoas físicas e jurídicas que serão denominadas investidores-anjo ao utilizarem o Contrato de Participação. A novidade trazida pela LCP 182, neste ponto, não foi a possibilidade de fundos de investimento realizarem o investimento anjo, pois esta já havia sido prevista pela LCP 155 num artigo diferente (Art. 61-D), mas sim a necessidade de regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sobre eles.

²⁶ A atual discussão sobre a revogação tácita da Eireli foi brevemente tratada no item 2.2.2.1

Vale dizer que tanto a emissão como a titularidade dos aportes também não impedem a fruição do Simples Nacional pelo Investidor Anjo (LCP 123, Art. 61-B).

3.2.2.2 Finalidade

A finalidade do contrato de participação é incentivar as atividades de inovação ou os investimentos produtivos de microempresas (ME) ou empresas de pequeno porte (EPP) – finalidade esta que obrigatoriamente deve estar expressa no contrato (LCP 123, Art. 61-A, §1º).

Para evitar qualquer questionamento pelo Fisco sobre o enquadramento de um contrato de investimento como contrato de participação, Arruda e Maduro (2017) aconselham as partes a reproduzirem a expressão exigida na lei na cláusula do objeto contratual.

3.2.2.3 Prazos

O prazo máximo de vigência do contrato é de 7 anos (LCP 123, Art. 61-A, §1º). Para Arruda e Maduro (2017), essa limitação temporal representa uma pressão para a investida “conseguir transformar o investimento em lucratividade a ponto de conseguir devolver o investimento num prazo relativamente curto.”

O prazo de máximo de remuneração do aporte, como será visto abaixo (item 3.2.2.4), foi aumentado de cinco para os mesmos sete anos de vigência do Contrato (LCP 123, Art. 61-A, §4º, III). Existe também uma limitação temporal para o exercício do direito de resgate (item 3.2.2.8), que só pode ocorrer após dois anos de relação contratual (LCP 123, Art. 61-A, §7º).

3.2.2.4 Remuneração do Investidor

O investidor-anjo será remunerado por seu investimento nos termos do contrato de participação (LCP 123, Art. 61-A, §4º, III), porém dentro dos parâmetros estabelecidos na LCP 123.

Pela redação original da LCP 155, apesar do contrato poder chegar aos 7 anos de vigência, o prazo máximo para o recebimento da remuneração pelo investimento era de apenas 5 anos. A LCP 182, porém, promoveu uma alteração no dispositivo, prevendo a possibilidade da remuneração se estender pelos mesmos 7 anos de vigência do contrato (LCP 123, Art. 61-A, §4º, III).

A forma da remuneração a ser recebida pelo Investidor Anjo também sofreu alterações pela LCP 182. Originalmente, havia apenas a previsão de remuneração correspondente aos resultados distribuídos, ao final de cada período, que não poderia ser superior a 50% dos lucros da investida. Na redação atual, as partes contratantes possuem uma escolha: estipular a remuneração periódica, ao final de cada período, ou prever a possibilidade de conversão do aporte em participação societária (LCP 123, Art. 61-A, §6º).

Quanto ao recebimento da remuneração periódica, Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.135) apontam que as Startups (não obstante o investimento poder ser aportado em qualquer ME ou EPP, o investimento anjo está intimamente relacionado às Startups), neste ponto de sua existência, geralmente a ainda não atingiram o *breakeven*, e “o Investidor Anjo costuma saber disso e pouco se interessa pelo recebimento de dividendos neste momento”.

Pela nova redação do dispositivo, a remuneração não está limitada ao teto de 50% dos lucros. Ela também não está, necessariamente, condicionada aos resultados da investida – o inciso fala, somente, em “remuneração periódica, ao final de cada período, ao investidor-anjo, conforme contrato de participação” (LCP 123, Art. 61-A, §6º, I).

Caso o contrato de participação defina, portanto, a remuneração periódica independente dos resultados que forem alcançados pela Investida, ele corresponderá a um instrumento de dívida, característico do financiamento externo por meio de *debt*, como visto no item 2.3. No mesmo sentido, quando o contrato

escolher a possibilidade de conversão do investimento em participação societária, será possível identificar a constituição de um instrumento de *equity* (item 2.3).

A conversão em participação societária, defendia Rorato (2019 p.94-95) antes da LCP 182, no silêncio da Lei, poderia acontecer ao final do Contrato de Participação, funcionando como “uma troca de direitos, uma espécie de novação, visto que o investidor contrai novas obrigações (atinentes ao contrato de sociedade), substituindo e extinguindo as anteriores (referentes ao contrato de participação)”. Hoje, a conversão em participação societária pode ser pactuada como a própria remuneração do contrato, não sendo necessária uma novação.

3.2.2.5 Acompanhamento da atividade

Nos contratos de investimento anjo em geral, embora o investidor não seja imediatamente sócio da Startup, a ele são conferidos direitos que, em tese, seriam de titularidade apenas dos sócios, como a fiscalização dos negócios e o direito de voto em algumas ocasiões (COELHO; GARRIDO, 2015, p.128).

Utilizando o Contrato de Participação para formalizar o investimento, porém, o anjo não terá qualquer direito à gerência ou voto na administração da empresa (LCP 123, Art. 61-A, §4º, I). Essa limitação vem de um esforço valioso da lei para afastar o risco de responsabilização do investidor (RORATO, 2019, p. 37).

Para Takahata (2019, p.141), a clara separação do papel do Investidor Anjo em relação ao empreendedor não significa que na relação entre eles o empreendedor deva deixar prestar contas ou consultá-lo sobre decisões estratégicas – visto a própria natureza *smart-money* do investimento, onde a experiência e o conhecimento do investidor fazem grande diferença para a investida.

Nesse sentido, a LCP 182 trouxe para o Investidor Anjo o direito de acompanhar as atividades da investida, no curso do contrato, de algumas maneiras diferentes: poderá exigir dos administradores as contas justificadas de sua administração, além de anualmente receber, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico da empresa (LCP 123, Art. 61-A, §4º, IV). Ele também poderá examinar os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira

da sociedade a qualquer momento, salvo estipulação contratual que determine a época apropriada para isso (LCP 123, Art. 61-A, §4º, V).

A redação desses incisos assemelha-se aos Arts. 1.020 e 1.021 do Código Civil, que tratam da Administração das Sociedades Simples. A posição ocupada pelo Investidor Anjo frente a sociedade investida e seus administradores, quanto a esses direitos, é comparável à posição dos sócios frente ao administrador da sociedade. A única diferença entre as situações é que, enquanto a prestação de contas da administração é um dever do administrador frente aos sócios²⁷, o exame de suas contas é um direito do Investidor – em outras palavras, o administrador não possui o dever de prestar contas ao Investidor, caso isso não seja exigido por ele:

Tabela 1 – Comparação entre os direitos do Investidor Anjo na LCP 123, Art. 61-A, IV e V e os Arts. 1.020 e 1.021 do Código Civil

LCP 123	Código Civil
Art. 61-A, §4º O investidor-anjo: IV - poderá exigir dos administradores as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico;	Art. 1.020. Os administradores são obrigados a prestar aos sócios contas justificadas de sua administração, e apresentar-lhes o inventário anualmente, bem como o balanço patrimonial e o de resultado econômico.
Art. 61-A, §4º O investidor-anjo: V - poderá examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso.	Art. 1.021. Salvo estipulação que determine época própria, o sócio pode, a qualquer tempo, examinar os livros e documentos, e o estado da caixa e da carteira da sociedade.

Fonte: Elaboração própria

A expressão “contas justificadas” indica, conforme interpretação do Código Civil realizada por Gonçalves Neto (2019), que o administrador, além de apresentar os números que compõem os demonstrativos contábeis, deve explicar seu comportamento na condução dos negócios sociais, sempre que for solicitado.

A lista de documentos que devem ser disponibilizados pelo Administrador não se resume aos que constam nos dispositivos apontados, pois, como defende Tomazette (2020, p.626) quanto ao direito de informação do acionista numa companhia, sobre o uso da expressão “documentos”:

²⁷ Como, porém, não há nas sociedades simples a obrigatoriedade da aprovação das contas pelos sócios, como nas sociedades limitadas (CC, Art. 1.071, I) e anônimas (LSA, Art. 134, §§3º e 4º), caso a prestação de contas não aconteça nem os sócios a exijam, não há consequência alguma, pois trata-se de assunto *interna corporis*, “que diz respeito, apenas, ao relacionamento dos sócios entre si e destes para com a sociedade” (GONÇALVES NETO, 2019).

A formulação genérica utilizada pelo legislador pátrio é extremamente feliz na defesa do direito de informação, na medida em que garante o acesso a qualquer documento que diga respeito às matérias constantes da ordem do dia. (TOMAZETTE, 2020, p. 626)

Já quanto às deliberações sociais, pela atual redação do Art. 61-A, §4º, I, alterada pela LCP 182, o Investidor Anjo, apesar de não ter qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, tem resguardada a “possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual” (LCP 123, Art. 61-A, §4º, I).

Arruda e Maduro (2017) criticaram a redação desse inciso, afirmando que a adoção da expressão "gerência" é uma impropriedade, visto que se refere ao que, desde o advento do Código Civil de 2002, chamamos de administração, “uma vez que a terminologia "gerente" restou guardada para o preposto da empresa que tem poderes especiais”²⁸.

3.2.2.6 Responsabilidade pelo exercício da atividade

O exercício da atividade constitutiva do objeto social da investida cabe unicamente aos sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade²⁹ (LCP 123, Art. 61-A, §3º).

Arruda e Maduro (2017) criticaram a expressão “sócios regulares” no §3º do Art. 61-A (LCP 123) – expressão que ainda se mantém após as alterações da LCP 182 em 2021. Para os autores, numa análise otimista, o legislador pode ter se referido ao que, na prática de mercado, convencionou-se chamar de "sócios fundadores" ou "sócios originários" – aqueles que já eram sócios antes de receberem o investimento anjo. Numa interpretação menos positiva, porém, apontam que o legislador pode ter tentado “diferenciar aqueles que constam do quadro societário no Contrato Social, como os ‘sócios regulares’, do investidor-anjo que, por determinação

²⁸ CC/2002 - Art. 1.172. Considera-se gerente o preposto permanente no exercício da empresa, na sede desta, ou em sucursal, filial ou agência.

²⁹ Redação que se aproxima da Sociedade em Conta de Participação: Código Civil, Art. 991. “Na sociedade em conta de participação, **a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade**, participando os demais dos resultados correspondentes.”

legal, não podendo ali constar, seria, então e ao revés, um ‘sócio irregular!’” (ARRUDA E MADURO, 2017)

Cabe comentar, também, que a relação de investimento anjo formalizada através do Contrato de Participação configura-se entre o investidor e a *sociedade* investida, não seus sócios (LCP 123, Art. 61-A, *caput*). Como a Lei de Liberdade Econômica (Lei n. 13.874 de 2019) expressamente incluiu no Código Civil, “A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores” (CC Art. 49-A).

Nesse sentido, Arruda e Maduro (2017) criticam a redação a redação da cláusula de responsabilidade pelo exercício da atividade, afirmando que “se a investida é sociedade, é ela a pessoa (jurídica) que exerce a atividade constitutiva do objeto social, e não seus sócios.”

3.2.2.7 Limitação de Responsabilidade

Rorato (2019, p.29) explica que, entre as diferentes possíveis formatações do investimento, a compra de participação direta, costuma ser a modalidade de menos utilizada nas startups – o sócio, em que pese receber os direitos inerentes à posição (como direitos políticos de voto em deliberações, fiscalização das atividades, participação nos lucros, direito de retirada), também deverá participar das perdas (art. 1.008 do CC), compartilhando riscos em eventual insucesso (RORATO, 2019, p.29).

Ao realizar o aporte por meio do Contrato de Participação, porém, o Investidor-Anjo, por expressa determinação legal, não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da investida (LCP 123, Art. 61-A, §4º, I). Um dos pontos mais atraentes para o Investidor Anjo em não ser reputado sócio, segundo Arruda e Maduro (2017) é justamente a isenção de responsabilidade quanto às dívidas sociais. Essa isenção deverá durar, pelo menos, até que o aporte seja efetivamente convertido em participação societária, caso esta seja a forma de remuneração determinada em contrato (LCP 182, Art. 5º, §2º).

A partir das alterações promovidas pela LCP 182, está resguardada a ele a possibilidade de participar das deliberações em caráter estritamente consultivo,

caso a possibilidade esteja prevista no contrato (LCP 123, Art. 61-A, §4º, I), como visto (item 3.2.2.5).

O Investidor Anjo não poderá ser chamado a responder por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, (LCP 123, Art. 61-A, §4º, II). Sua limitação da responsabilidade impede, inclusive, que a ele seja aplicado o art. 50 do Código Civil (LCP 123, Art. 61-A, §4º, II), que trata da desconsideração da personalidade jurídica – instituto que estende aos bens particulares dos sócios ou administradores os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações, caso estes tenham sido beneficiados por um abuso da personalidade jurídica (Código Civil, Art. 50). Tomazette (2020) explica que a desconsideração é perfeitamente justificada, “como uma forma de controle do privilégio que é a personalidade jurídica das sociedades”.

Arruda e Maduro (2017), muito antes da promulgação da LCP 182, que trouxe uma alteração significativa à essa questão, ofereceram crítica à amplitude da limitação de responsabilidade do Investidor Anjo, que não havia considerado os institutos de desconsideração da personalidade jurídica do Código de Defesa do Consumidor (“CDC”), da Lei de Danos Ambientais (Lei 9.605 de 1998), e da Nova Lei Antitruste (Lei 12.529 de 2011):

[...] parece-nos inaplicável qualquer forma de desconsideração da personalidade jurídica em desfavor do investidor-anjo que apenas aporta capital e não recebe em contrapartida participação societária, uma vez que sua natureza jurídica pode ser considerada *suis generis*, pela exclusão legal expressa deste investidor da condição de sócio e da de administrador, sendo a desconsideração da personalidade instituto aplicável apenas contra essas duas figuras jurídicas. (ARRUDA; MADURO, 2017).

Segundo os autores (ARRUDA; MADURO, 2017), o Investidor-Anjo, em tese, não estaria resguardado de sofrer consequências de uma eventual desconsideração da personalidade jurídica da investida pela aplicação de outros institutos, “pelo fato de o Art. 61-A, §4º, II, 10 apenas excluir de responsabilidade o investidor, expressamente, nos casos em que ficar caracterizada a desconsideração da personalidade da investida, com base no Art. 50 do Código Civil”.

A LCP 182, porém, expandiu a amplitude dessa proteção. Seu Art. 8º determina que, ao investidor que realizar o aporte por meio de algum dos mecanismos do Art. 5º da Lei (entre eles o Contrato de Participação), também não se aplicarão os institutos da desconsideração da personalidade jurídica da Consolidação

das Leis do Trabalho (“CLT”), do Código Tributário Nacional (“CTN”) e de outras disposições atinentes ao instituto existentes na legislação:

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.

Parágrafo único. As disposições do inciso II do caput deste artigo não se aplicam às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor.

Ainda assim, Rorato (2019, p.37) adverte que mesmo com os valiosos esforços para afastar o risco de responsabilização do investidor como sócio de fato do negócio, “é cediço que o grau de envolvimento fático do investidor com a sociedade envolvida é fator primordial para refletir seu risco de responsabilização”, o que vai depender “da análise do juízo competente, que detém a última palavra quanto ao redirecionamento da responsabilidade”.

3.2.2.8 Direito de Resgate

Uma vez efetivado o investimento, o Anjo apenas poderá exercer o direito de resgate depois de no mínimo dois anos, sendo facultado às partes o estabelecimento de um prazo ainda maior para isto no contrato (LCP 123, Art. 65-A, §7º).

Para Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p.135), o resgate não é o maior objetivo do contrato de participação, pois o investimento anjo é um investimento de risco, e “não faz sentido pensar em aportar capital em um startup almejando uma retirada atualizada, poucos anos depois”.

Ainda assim, caso exercite o direito de resgate, o Investidor-Anjo terá seus haveres pagos na forma do Art. 1.031 do Código Civil, e o valor máximo a ser recebido será o valor investido, devidamente corrigido (LCP 123, Art. 65-A, §7º). O texto trazido pela LCP 155 não parametrizava a correção monetária do investimento, mas uma alteração da LCP 182 alterou o dispositivo para determinar

que o índice de correção será o previsto no Contrato de Participação (LCP 123, Art. 65-A, §7º).

O mencionado dispositivo do Código Civil trata da apuração de haveres, que, na lição de Gonçalves Neto (2019), “se limita à determinação do valor da participação” do sócio retirante, no caso do direito de retirada exercido por um sócio. O autor explica como se dá o procedimento do Art. 1.031:

Assim, a sociedade procederá à apuração do valor da participação societária desse sócio (apurando-lhe os haveres) e, ato contínuo, promoverá os atos necessários para lhe entregar em dinheiro o numerário correspondente. Tais atos consistem na realização parcial do seu ativo (conversão de parte do seu patrimônio em dinheiro) para pagamento do passivo que foi determinado com aquela apuração (ou seja, para pagamento ao sócio ou a seus herdeiros ou sucessores, em razão de seu desligamento do quadro social). (GONÇALVES NETO, 2019)

Assim, como interpreta Moretti (2019, p.28), o valor máximo do resgate será o menor entre a apuração de haveres e o valor integral do aporte, corrigido pelo índice contratual. O autor explica que é necessário definir, já no aporte, a qual porcentagem de participação aquele investimento corresponde, e é com base nessa porcentagem que lhe serão apurados os haveres (MORETTI, 2019, p.28).

A LCP também estabeleceu, quanto à retirada do capital investido, que o Ministério da Fazenda poderá regulamentar sua tributação (LCP 123, Art. 61-A, §10º). A regulamentação ocorreu com a edição da Instrução Normativa RFB nº 1719 de 2017, que estipula a incidência do Imposto de Renda pelo ganho no resgate do valor aportado, que é considerado rendimento (IN RFB 1719, Art. 5º, §2º, II). Os parâmetros da Instrução Normativa serão explorados melhor no item 3.2.4.

3.2.2.9 Transferência de Titularidade do Aporte

É facultado ao investidor a transferência da titularidade de seu aporte à terceiros (LCP 123, Art. 65-A, §8º), porém, salvo expressa disposição em contrário no contrato, essa transferência dependerá do consentimento dos sócios (LCP 123, Art. 65-A, §9º).

Em que pese a livre transferibilidade do aporte garantir ao anjo maior liberdade para negociar os resultados de seu investimento, sua substituição

poderá impactar sensivelmente a investida, dado o papel de aconselhamento desempenhado por ele e s networking (MORETTI, 2019, p.29).

Para Rorato (2019, p.92), a possibilidade de ceder a posição contratual é um mecanismo comum, que pode ser contratualmente condicionado ao consentimento prévio do empreendedor. Segundo ele “sua inclusão no texto legal só faz sentido para estabelecer que seu exercício não dependerá do cumprimento do prazo de carência de dois anos após o aporte”, que é prazo mínimo para o direito de resgate.

Destaca-se que o ganho que o investidor eventualmente tenha com a transferência da titularidade do aporte recebe a incidência do Imposto de Renda, pois é considerado rendimento (IN RFB 1719, Art. 6º). Os parâmetros da Instrução Normativa serão explorados melhor no item 3.2.4.

3.2.2.10 Direito de Preferência

Caso os sócios da investida “decidam pela venda da empresa” (LCP 123, Art. 61-C), a lei reserva ao investidor Investidor Anjo o direito de preferência em sua aquisição, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios (LCP 123, Art. 61-C).

Pontes de Miranda (2012, p.287) conceituou o Direito de Preferência, explicando que:

A outorga de direito de preferência, em contrato de compra-e-venda, ou noutro negócio jurídico, dá ao outorgado o direito de, se o outorgante o vai alienar a terceiro, se substituir ao terceiro, nos mesmos termos em que o terceiro iria adquirir o bem. (MIRANDA, 2012, p. 287)

Rorato (2019, p.91) aponta que a previsão legal do Direito de Preferência “não traz nenhuma novidade ou aprimoramento ao mercado”, pois já é amplamente utilizado em outros instrumentos de estruturação de investimento, e só poderá ser efetivamente exercido com a conversão do aporte em participação societária.

3.2.2.11 Tag Along

Alternativamente ao exercício do direito de preferência, o investidor-anjo possui o direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares (LCP 123, Art. 61-C).

O direito de venda conjunta, conhecido como *tag along*³⁰, é um direito de saída reservado aos sócios minoritários caso aquele que detém o controle da sociedade venha a alienar sua participação – direito este, que no investimento anjo visa a proteção do próprio Anjo (COELHO E GARRIDO, 2015, p. 125). Vale destacar que o *tag along* contratual, embora inspirado no instituto da LSA³¹, com ele não se confunde, sendo um mero desdobramento da liberdade contratual das partes (COELHO E GARRIDO, 2015, p. 125).

Como, antes de realizar o investimento, o anjo também escolhe pessoalmente a empresa investida, Coelho e Garrido (2015, p.125) apontam que a troca de titularidade da empresa pode não ser a melhor opção para o Anjo, razão pela qual o direito de venda conjunta o protege de relacionar-se com alguém com quem não contratou.

Segundo Rorato (2019), porém, o *tag along* pode ser encontrado em todas as formas de estruturação de investimento, seja por expressa previsão legal, ou por previsão contratual, não tendo a LCP 155 trazido qualquer novidade ou melhoria ao mercado. Conforme ele mesmo aponta, porém, “mesmo assim, trata-se de garantia legal que concede mais poder de barganha ao investidor, na medida em que não precisará negociar sobre esse direito” (RORATO, 2019).

³⁰ Tradução livre: “ir junto”.

³¹ Caso se venha a alienar o controle de uma Companhia Aberta, o adquirente deve realizar uma oferta pública de aquisição (OPA) para os demais acionistas com direito a voto, estipulando um valor não inferior a 80% do valor pago por ação do bloco de controle (LSA, Art. 254-A).

3.2.3 Quadro resumo

Apresenta-se abaixo um quadro-resumo com as características e elementos do Contrato de Participação, conforme sua redação original proposta pela LCP 155 de 2016, e as alterações trazidas pela LCP 182 de 2021:

Tabela 2 – Quadro resumo do Contrato de Participação

	LCP 155 de 2016	LCP 182 de 2021
Investida	ME ou EPP	<i>inalterado</i>
Investidor	Pessoa Física ou Pessoa Jurídica Possibilidade de Fundos de Investimento aportarem capital	Pessoa Física, Pessoa Jurídica ou Fundo de Investimento Necessidade de regulamento da CVM para investimento realizado por Fundo de Investimento
Finalidade	Incentivo às atividades de inovação ou investimentos produtivos Finalidade deve estar expressa no contrato	<i>inalterado</i>
Vigência do Contrato	Máximo de 7 anos	<i>inalterado</i>
Tempo de Remuneração	Máximo de 5 anos	Máximo de 7 anos
Forma de remuneração do Investidor	Ao final de cada período, distribuição de resultados, não superior à 50% dos lucros	Remuneração periódica ao final de cada período ou Conversão do aporte em participação societária
Acompanhamento da Atividade	<i>não menciona</i>	Investidor poderá exigir as contas justificadas da administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico

		Investidor poderá examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso
Participação na gestão e em deliberações	Investidor não terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa	Em adição à disposição anterior, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter <u>estritamente consultivo</u> , conforme pactuação contratual
Responsabilidade pelo exercício da atividade	Atividade exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade	<i>Inalterado</i>
Limitação de Responsabilidade	Investidor não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial Não se aplica a ele a desconsideração da personalidade jurídica do Código Civil	Em adição à disposição anterior, não se aplica a ele a desconsideração da personalidade jurídica da CLT, do CTN, e de outras disposições atinentes ao tema existentes na legislação vigente Proteção contra a desconsideração da personalidade jurídica não se aplica às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor.
Direito de Resgate	Investidor pode resgatar investimento após, no mínimo, 2 anos de relação contratual Caso exercite o direito, terá seus haveres “pagos” na forma do Art. 1.031 do Código Civil Valor máximo a ser recebido é o valor do aporte, devidamente corrigido	Em adição à disposição anterior, o contrato deverá prever o índice de correção monetária a ser adotado
Transferência de Titularidade do Aporte, Direito de Preferência e Direito de Venda Conjunta (tag along)	Investidor pode transferir titularidade do aporte a terceiros, mas dependerá de consentimento dos sócios, salvo disposição expressa no contrato Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor possui preferência em sua aquisição ou poderá exercer o direito de venda conjunta da titularidade de seu aporte nos	<i>inalterado</i>

	termos e condições oferecidos aos sócios regulares.	
--	---	--

3.2.4 Tributação do Contrato de Participação

A Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil número 1719 de 19 de julho de 2017 (“IN RFB 1719”) dispôs sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital por meio do Contrato de Participação do Investidor Anjo. A legalidade dessa instrução normativa é discutível³². Como, porém, permanece vigente, e pode ser um elemento relevante no incentivo ou desincentivo da escolha desse contrato, vale a pena analisá-la brevemente.

Em princípio, os rendimentos que decorrem do Contrato de Participação do Investidor Anjo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas:

Tabela 3 – Alíquotas do Imposto de Renda

Alíquota	Prazo do Contrato de Participação
22,5%	até 180 dias
20%	entre 181 dias e 360 dias
17,5%	entre 361 dias e 720 dias
15%	acima de 720 dias

Fonte: Adaptado do Art. 5º da IN RFB 1.719

Essas alíquotas, segundo Valente (2019, p.142) são as mesmas encontradas na Lei 11.033/2004, que trata da tributação aplicada no mercado financeiro e de capitais.

A base de cálculo sobre a qual será aplicada a alíquota varia de acordo com o rendimento do investidor, podendo ser: (i) a remuneração periódica do

³² Argumenta-se que a Instrução Normativa fere o princípio da tipicidade tributária. A previsão da LCP 123 de que o Ministério da Fazenda estabelecerá regulamento sobre a forma de tributação não supriria a necessidade de lei para a imposição de um tributo. “A referida instrução busca suprir a lacuna legal que se destaca: ausência de previsão legislativa quanto à tributação dos valores provenientes do retorno dos investimentos realizados pelo investidor anjo sobre as empresas nascentes. Trata-se, portanto, da utilização de um ato administrativo para fins de criação de uma nova hipótese de incidência ou quiçá de um novo imposto (não previsto na Constituição Federal de 1988)” (VALENTE, Larissa Peixoto. Investidor anjo: análise do regime jurídico empresarial e tributário. Revista Tributária e de Finanças Públicas, v. 140, 22 jul. 2019. Disponível em: <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rftp/article/view/125>. Acesso em: 15 nov. 2021.).

investimento; (ii) o ganho no resgate; (iii) o ganho na alienação dos direitos decorrentes do aporte (IN RFB 1719, Art. 5º, §2º e Art. 6º).

No caso da (i) remuneração periódica do aporte, a incidência do imposto ocorre na ocasião do seu pagamento, segundo as alíquotas apresentadas acima, sendo o prazo calculado a partir da data do aporte (IN RFB 1719, Art. 5º, §3º).

No caso do (ii) ganho no resgate, a base de cálculo será a diferença positiva entre o valor do resgate e o valor do aporte de capital efetuado (IN RFB 1719, Art. 5º, §1º).

Já no caso da (iii) alienação de titularidade, que, para os efeitos do artigo pode ser ocorrer por qualquer forma de transmissão de propriedade, inclusive cessão do contrato (IN RFB 1719, Art. 6º, §3º), a base de cálculo corresponde à diferença positiva entre o valor da alienação e o valor do aporte (IN RFB 1719, Art. 6º, §1º).

Por fim, vale destacar que “são dispensados de retenção do imposto sobre a renda os rendimentos e os ganhos líquidos ou de capital auferidos pelas carteiras dos fundos de investimentos que aportarem capital como investidores-anjo” (IN RFB 1719, Art. 7º). Os resgates dos Fundos de Investimentos sujeitam-se às normas de Imposto de Renda aplicável aos fundos de investimentos regidos por norma geral (IN RFB 1719, Art. 7º, §1º), a não ser que sejam constituídos sob a forma de condomínio fechado – que não admitem resgate de cotas durante o prazo de duração do fundo – devendo ser observadas as normas do art. 16 da Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015 (IN RFB 1719, Art. 6º, §2º).

4 ADEQUAÇÃO DO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO AO INVESTIMENTO ANJO

De início, cumpre salientar que não se pode afirmar qual a melhor formatação para o investimento anjo sem analisar as circunstâncias do caso concreto. Não se pretende, aqui, apontar se o Contrato de Participação é ou não uma boa escolha para a formalização de algum investimento – essa análise deve ser realizada caso a caso. O que se pretende é avaliar é a compatibilidade das disposições legislativas sobre esse contrato a uma relação de investimento anjo típica, em abstrato.

Nesse sentido, inicia-se com a verificação da compatibilidade entre os sujeitos que podem receber investimentos por meio do Contrato de Participação e aqueles que normalmente recebem o Investimento Anjo (item 4.1), e a compatibilidade entre aquele que aporta o investimento por meio desse contrato e o Anjo tradicional (item 4.2), para finalmente verificar se o instrumento favorece ou não um investimento *smart-money* e se as partes possuem incentivos para escolhê-lo (item 4.3).

4.1 A INVESTIDA

A investida na relação de investimento anjo é, normalmente, uma Startup. O Marco Legal das Startups, como visto no item 2.2.2 as conceitua como organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, que possuem uma atuação caracterizada pela inovação (LCP 182, Art. 4º).

O Contrato de Participação, porém, pode ser utilizado para aporte em qualquer ME ou EPP (LCP 123, Art. 61-A), não sendo necessário que a sociedade seja uma Startup.

Por um lado, considerando que Capital é necessário em todas as empresas (SANTOS, 2017, p.8), não exigir que as micro e pequenas empresas atendam a todos os requisitos necessários para o seu enquadramento como Startups possibilita que esse tipo de investimento atinja uma gama maior de sujeitos que dele possam se beneficiar.

Por outro lado, a LCP 182 enquadra como Startups agentes com receita bruta de até dezesseis milhões de reais por ano (LCP 182, Art. 4º, §1º, I). Esse

patamar corresponde a 333,33% do teto de receita bruta anual para enquadramento como EPP, de quatro milhões e oitocentos mil reais (LCP 123, Art. 3º, II).

Destaca-se que o Marco Legal das Startups poderia, caso fosse essa a vontade do legislador, ter condicionado o cumprimento requisito de “organizações nascentes ou em operação recente” ao enquadramento como ME ou EPP, ao invés de trazer um novo parâmetro de faturamento, mais alto. Em verdade, o teto de 16 milhões de reais chegou a ser criticado durante a tramitação do Projeto de Lei Complementar, através da Emenda n. 9 apresentada na Câmara dos Deputados, que defendia que “tal limitação no faturamento impede que startups de maior rentabilidade se beneficiem dos avanços presentes neste projeto de lei” (BACELAR, 2020). A Emenda n. 9 foi rejeitada.

Uma possível razão para a dissociação da figura da Startup das ME e EPP já havia sido explorada por Falcão (2017, p.19) antes mesmo da LCP 182:

embora Startup seja facilmente confundida com sendo uma Micro ou Pequena Empresa (MPE). É errado dizer que uma Startup é uma MPE. Uma Startup pode, ou não, ao longo de sua história tomar a forma de uma MPE.

Se a Startup atingir seus objetivos de longo prazo, crescerá e provavelmente terá que se transformar em uma Sociedade Anônima (S/A). As vezes a Startup já nasce constituída como uma S/A [incompatível, portanto, com o enquadramento como MPE], pois a depender do plano de negócio e investimentos respectivo, a Startup precisa deter garantias jurídicas robustas o suficiente para receber investimentos, pagar corretamente seus impostos, ter boa governança e prestar contas de forma transparente – mesmo antes de faturar e/ou gerar qualquer tipo de receita. (FALCÃO, 2017, p. 19)

Por conta da diferença entre os parâmetros para enquadramento como Startup e para a utilização do instrumento da LCP 155, podem existir sujeitos que, na faixa de faturamento anual entre 4,8 milhões e 16 milhões, apesar de serem considerados Startups para nossa legislação, não podem acessar o investimento-anjo via Contrato de Participação.

Além disso, pela redação do Art. 61-A da LCP 123, o Contrato de Participação apenas pode ser utilizado para o aporte de capital em sociedades – o que afasta as organizações empresariais não societárias elencadas no item 2.2.2.1, que podem ser enquadradas como Startups.

Assim, no que tange à figura da Investida, as normas do Contrato de Participação ampliam sua abrangência para outros agentes, que não Startups, ao tempo em que limitam a participação das próprias Startups.

4.2 O INVESTIDOR

Já o Investidor Anjo, como explorado no item 2.4, é tipicamente uma pessoa física, empreendedor com uma carreira consolidada, que agrega sua experiência e networking – além de seu próprio dinheiro – à investida.

A LCP 155, referencial legislativo mais antigo, porém, chama de Investidor Anjo aquele que realiza o investimento por meio do Contrato de Participação. Sua identificação, portanto, deixa de levar em conta quem ele é ou como se comporta, e passa a considerar somente o instrumento contratual utilizado para o aporte.

A LCP 182 traz um novo referencial legislativo para o Investidor Anjo – que coexiste com o anterior – considerando-o o “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes” (Art. 2º, I). Não está claro, porém, se esses elementos são i) requisitos para o reconhecimento desse investidor (como se qualquer tipo de relação entre investidor e investida em que esses elementos estejam presentes possa ser caracterizada como uma relação de investimento anjo) ou se são ii) efeitos do investimento (como se, uma vez reconhecida a relação de investimento anjo, as consequências do reconhecimento sejam as listadas – o não reconhecimento do investidor como sócio, etc).

A primeira hipótese parece fazer pouquíssimo sentido. Não ser considerado sócio, não ter direitos de gerência ou administração da empresa e não responder pelas obrigações da investida, sendo remunerado pelos seus aportes, são características comuns a diversos tipos de investimento que não se confundem com o anjo. Num empréstimo bancário, financiamento externo realizado por meio de um instrumento de *debt*, como visto (item 2.3), todos esses elementos estão presentes.

Em verdade, todos estes itens estão presentes em todos os instrumentos de aporte de capital listados no Art. 5º da LCP 182, que já foram brevemente analisados (item 3.1). Em nenhum deles o investidor será considerado sócio (Art. 5º, §§ 1º e 2º e Art. 8º, I), terá direito à gerência ou voto na administração da empresa (Art. 8º, I), ou responderá pelas obrigações da investida, salvo hipóteses de dolo, fraude ou simulação que envolvam o investidor (Art. 8º, II e par. ún.).

A segunda hipótese parece mais acertada, mas abre margem para o questionamento: se os elementos listados no inciso I do Art. 2º são as consequências do reconhecimento do investidor anjo, como reconhecê-lo? Considerando que nas outras vezes em que o termo “anjo” é citado na Lei Complementar 182, ele está diretamente ligado ao Contrato de Participação³³, parece ser este, mais uma vez, o referencial para sua identificação: será um investidor-anjo, para a Legislação brasileira, aquele que aportar capital numa ME ou EPP por meio do Contrato de Participação.

O Contrato de Participação admite que o investidor seja pessoa física, pessoa jurídica ou fundo de investimento regulado pela CVM (LCP 123, Art. 61-A, §2º). Já a figura tradicional do investidor anjo é uma pessoa física que aporta seu próprio capital (COELHO; GARRIDO, 2015, p.116; MASON, 2008, p. 2; SARFATI, 2018, p.15; SOHL; HARRISON; MASON, 2018; SPINA, 2013, p.17). Resta verificar se a atuação do Anjo é compatível, ou não, com a formatação de pessoa jurídica ou fundo de investimento.

O nome do investidor agrega à investida a reputação de ter sido reconhecida por um *player* relevante, especialmente se o Anjo atuar em sua área (SPINA, 2013, p.23). Pessoas Jurídicas e Fundos de Investimento podem, sim, formar uma reputação no mercado, agregando o mesmo reconhecimento em seus investimentos – reconhecimento proporcionalmente maior quanto maior for sua própria reputação e a seletividade na escolha das investidas.

O Investidor Anjo presta mentoria às Startups e lhes ajuda com *networking*, agregando a sua própria experiência e seus contatos na solução dos problemas que elas podem enfrentar (COELHO; GARRIDO, 2015, p.116; MASON, 2008, p.4). Pessoas Jurídicas, têm, potencialmente, condições de prestar mentorias mais diversificadas ou sobre mais assuntos do que um único indivíduo, através de seus sócios, diretores ou outros colaboradores – especialmente caso tenham sido formadas especialmente para a realização de investimentos anjo e/ou já sejam consolidadas em seus mercados. Caso a pessoa jurídica seja formada apenas pelo investidor (por exemplo, através da constituição da uma Sociedade Empresária Limitada unipessoal), no aspecto das mentorias – e o mesmo se aplica ao *networking*

³³ O termo “anjo” aparece quando o Contrato de Participação é listado entre os instrumentos de investimento em Startups, e novamente apenas nas alterações que foram promovidas pela LCP 182 no regramento do Contrato de Participação na LCP 123.

do investidor – não há, em tese, diferença para o investidor pessoa física típico. Já os fundos de investimento, entes despersonalizados de natureza condominial (ARRUDA; MADURO, 2017), por serem meramente uma comunhão de recursos não teriam, por si, a habilidade de oferecer aconselhamento à empresa.

Como, porém, as características distintivas de um investimento anjo não figuram na legislação como elementos necessários ao seu reconhecimento, qualquer um dos 3 agentes que podem figurar nesse polo do Contrato de Participação – sejam as pessoas físicas, as pessoas jurídicas ou os fundos de investimento – pode ou não trazer elementos de um investimento *smart-money*.

Assim, a mera utilização do Contrato de Participação não é suficiente para identificar um Investidor Anjo da forma como o mercado o reconhece. Em essência, qualquer sujeito pode utilizar esse contrato, seja ou não um Investidor Anjo, mas de Investidor Anjo será chamado.

4.3 O INVESTIMENTO

Verificar a adequação entre o instrumento do Contrato de Participação e a relação de investimento anjo tradicional, é, além da análise das partes do contrato, verificar se a principal característica do investimento – ser um “dinheiro inteligente” – pode ou não se desenvolver, e se as partes possuem incentivos para a utilização desse instrumento.

O acompanhamento da atividade (item 3.2.2.5), conforme alterações trazidas pela LCP 182, faculta ao Investidor a análise de documentos da administração da Investida (contas; anualmente o inventário, balanço patrimonial e balanço de resultado econômico; livros, documentos, estado de caixa e carteira da sociedade) (LCP 123, Art. 61-A, §4º, IV e V). São direitos do Investidor, garantidos por Lei e não somente por contrato. O máximo que se pode pactuar a esse respeito é uma época adequada ao exame dos livros, documentos e estado do caixa e da carteira, o que poderá ocorrer a qualquer momento caso as partes não negociem o assunto (LCP 123, Art. 61-A, §4º, IV e V).

Esses direitos garantidos ao investidor, de acompanhamento da atividade, mesmo antes da LCP 182, poderiam ser conferidos ao investidor contratualmente. Eles são, porém, direitos comumente reservados aos sócios (a

própria redação dos dispositivos legais é similar às normas da sociedade simples como visto no item 3.2.2.5), o que poderia aumentar o risco de reconhecimento do Anjo como sócio de fato do negócio. A garantia legal desses direitos tem o mérito de afastar essa interpretação – assim, ainda que o Anjo exerça o acompanhamento e a fiscalização da atividade por estes mecanismos típicos dos sócios, este não será um fator determinante para sua responsabilização enquanto sócio de fato, por expressa determinação legal.

Além disso, a LCP 182 também inseriu expressamente a disposição de que, apesar de não participar das deliberações sociais, o Anjo tem resguardada a “possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual” (LCP 123, Art. 61-A, §4º, I), um avanço frente a redação anterior, que se limitava a dizer que o Anjo não teria qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa.

Considerando a pessoalidade da relação entre as partes no investimento anjo, outro instituto que favorece o *smart-money* no Contrato de Participação é a necessidade de aprovação dos sócios caso o Investidor resolva transferir a titularidade de seu aporte para terceiro alheio à sociedade – necessidade essa que só pode ser afastada por expressa estipulação contratual em contrário (LCP 123, Art. 61-A, §9º).

Se por um lado o Investidor Anjo não pode, unilateralmente, ceder ou transferir sua posição contratual a terceiro, por outro lado existem mecanismos que o protegem caso a Investida resolva fazer o mesmo. É o caso do direito de preferência e o direito de venda conjunta.

Como já explorado (item 3.2.2.10), o direito de preferência garante ao investidor a possibilidade de adquirir a participação societária que os sócios intencionem alienar a terceiros, podendo ser exercido caso ele possua a disponibilidade financeira e o interesse de ingressar na sociedade em lugar do adquirente – ocasião em que, por óbvio, se tornará sócio, perdendo a proteção contra a responsabilização como sócio que lhe conferia o Contrato de Participação.

Já o direito de venda conjunta, instituto conhecido como *tag along* (item 3.2.2.11), garante ao investidor a possibilidade de alienar a titularidade do seu aporte nos mesmos termos que foram ofertados aos sócios, caso não queira ou possa exercer o direito de preferência e não tenha a intenção de manter a relação contratual com pessoas alheias à relação que já foi formada.

Todos estes três direitos garantidores da personalidade do investimento (a autorização expressa dos sócios para a transferência do aporte do investimento a terceiros, o direito de preferência do investidor, e o direito de venda conjunta), porém, como apontou Rorato (2019), poderiam ser concedidos às partes pela via contratual – embora a legislação lhes garanta maior segurança.

Para concluir a análise da adequação do instrumento ao investimento anjo, é preciso observar se existem outros incentivos para que as partes escolham ou rejeitem o Contrato de Participação. A própria tributação que recai sobre o investidor, com alíquotas altas, correspondentes às do mercado financeiro e de capitais, sem qualquer benefício ou isenção, pode ser um fator de desincentivo para o investimento.

Já sobre os elementos do contrato, temos que o direito de resgate, que pode ser exercido pelo Investidor a qualquer momento após os dois primeiros anos de contrato, “coaduna-se com uma espécie de direito de retirada com denúncia vazia, ou seja, sem nenhuma justificativa” (RORATO, 2019 p.58). Para o investidor, esse direito revela-se uma garantia de que, no mínimo, não vai perder dinheiro com o aporte – já que ele poderá ser resgatado com correção monetária. Para a investida, o mesmo direito representa a insegurança de poder ter um título de dívida exigido contra si, tendo ou não possibilidade de pagá-lo – neste ponto de sua existência, é possível que não tenha sequer faturamento (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p.135).

A limitação de responsabilidade do investidor, com o expresso afastamento da desconsideração da personalidade jurídica, costumava ser um diferencial do Contrato de Participação. A partir da LCP 182, a mesma disposição se aplica a todas as formas de investimento elencadas no item 3.1. Ainda assim, a garantia legal do exercício dos direitos de acompanhamento e fiscalização pelos mecanismos típicos dos sócios, pode trazer mais segurança – no sentido de impedir a responsabilização do investidor caso esse se envolva mais diretamente no acompanhamento da atividade – do os mesmos direitos em outros instrumentos contratuais.

Hoje as partes tem maior liberdade para determinar a forma de contrapartida do investidor, sendo possível a conversão em participação societária, ou a determinação dos termos da remuneração periódica – opções essas que aproximam o Contrato de Participação dos dois mecanismos anteriormente mais utilizados para o aporte do investimento anjo: o mútuo conversível (com a conversão

do aporte em participação) e a Sociedade em Conta de Participação (com a remuneração periódica), analisados brevemente nos itens 3.1.3 e 3.1.4. Um ponto fraco do Contrato de Participação, porém, continua sendo o prazo máximo de sua vigência de sete anos, por limitar a liberdade contratual das partes.

Assim, quanto aos elementos do investimento explorados no item 3.2.2, temos que alguns são favoráveis ao investimento *smart-money*, como as formas de acompanhamento da atividade e a limitação de responsabilidade do investidor; a necessidade de autorização dos sócios para que o investidor transfira a titularidade do aporte, resguardada a possibilidade do contrato prever o contrário; o direito de preferência e o direito de venda conjunta do investidor – apesar desses elementos não serem, necessariamente, novidades trazidas pelas Leis Complementares.

Outro dos elementos listados incentiva a utilização do contrato pelo Investidor, mas pode a desincentivar pela investida – o direito de resgate. Já a maior liberdade para a definição da remuneração representa um avanço, enquanto o prazo máximo de vigência do contrato representa uma limitação da mesma liberdade contratual.

5 CONCLUSÃO

A inovação ocorre quando uma nova ideia é levada à sua primeira aplicação comercial de sucesso. Sem a aplicação comercial, pode-se ter uma invenção ou descoberta, mas ela não será considerada uma inovação. O empreendedor é o agente responsável por conduzir o desenvolvimento da inovação, e seu incentivo, em grande medida, é a renda que pode alcançar no período em que tiver apropriabilidade sobre a inovação desenvolvida – ou seja, no período entre sua estreia no mercado e a perda de sua vantagem competitiva.

O fomento à inovação interessa ao Estado, pois seus frutos podem representar benefícios para a sociedade como um todo. Dado que um dos elementos mais relevantes para que uma inovação seja desenvolvida e explorada com sucesso é o foco na resolução de problemas, o potencial impacto do empreendedorismo inovador vai além da geração de empregos e de arrecadação tributária, pois gera soluções para adversidades reais, com repercussões sociais.

Relevantes agentes nesse cenário são as Startups. Essas organizações são voltadas ao desenvolvimento de inovações em condições de extrema incerteza, possuem um grande potencial de escalabilidade. O mercado das Startups é, muitas vezes, desconhecido ou inexplorado – diferente de negócios tradicionais, onde é mais fácil determinar expectativas futuras com base na experiência consolidada do mercado. Nossa legislação as reconheceu como organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, que possuem atuação voltada para a inovação.

Não obstante sua relevância para a geração de inovações, as Startups possuem uma alta taxa de mortalidade – reflexo do risco inerente às condições de extrema incerteza onde se desenvolvem – cujo principal fator entre 2018 e 2021 foi a necessidade de capital não suprida nos primeiros estágios de seu desenvolvimento. Por não terem ainda qualquer faturamento, não é possível voltar-se para o financiamento interno, e o financiamento externo, em geral, deve originar-se de terceiros, alheios à organização, devido à comum insuficiência de disponibilidade financeira dos fundadores.

A disponibilização de capital externo realizada pode estruturar-se por instrumentos de *debt*, onde sua contrapartida não está atrelada ao sucesso do

negócio, ou por instrumentos de *equity*, onde é pactuada uma remuneração que acompanha os resultados da empresa. Empréstimos bancários, exemplo clássico de financiamento via *debt*, são tipicamente difíceis de conseguir e adimplir, justamente pelo alto risco enfrentado pelas Startups. É nesse contexto em que, normalmente, opera-se o aporte de capital de risco – investimentos não garantidos por ativos, cujo retorno se dá apenas caso o sucesso do negócio seja alcançado.

O principal agente que aporta capital de risco em uma Startup nos seus estágios iniciais é o Investidor Anjo, e seu investimento inicial costuma ser determinante para que a Startup se desenvolva até um estágio suficiente para que o investimento seja atrativo à outros agentes. O anjo é, tipicamente, uma pessoa física, com uma carreira consolidada, que aporta o próprio dinheiro. A característica mais marcante do investimento, porém, é sua qualidade de *smart-money*, pois além do dinheiro o Anjo agrega sua experiência e rede de relacionamentos à investida, sendo peça chave na tomada de decisões estratégicas.

Para o Anjo, o acompanhamento próximo da atividade e a possibilidade de influenciar a trajetória da Startup representam uma possibilidade de mitigação dos riscos do investimento. Para a Startup, a mentoria recebida e as oportunidades de *networking* são, em muitas situações, mais atrativas que o dinheiro. A Lei Complementar 182 de 2021, Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, define o investidor anjo simplesmente como “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes” (Art. 2º, I).

Existem diversas formatações contratuais possíveis para o aporte do investimento em que o investidor não integra formalmente o quadro de sócios. Pelo Art. 5º da LCP 182, em todas elas (inclusive opções não listadas, visto que a lista é exemplificativa) o aporte não é considerado como integrante do capital social da investida; o investidor não é considerado sócio nem possui direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não está sujeito à desconsideração da personalidade jurídica da investida, além e só pode considerado sócio após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária.

O Contrato de Participação do Investidor Anjo, uma das possíveis opções, em muito se assemelha a um contrato societário. Por ele, o investidor aporta

capital na empresa, e em contrapartida poderá receber sua remuneração periodicamente, como distribuição de lucros, ou poderá passar a integrar a sociedade como sócio, no futuro. Caso decida resgatar seu investimento, a ele será aplicado o procedimento da apuração de haveres. Caso a empresa seja alienada a terceiro, ele tem direito de preferência e direito de venda conjunta garantidos por lei. Por outro lado, ele não será considerado sócio e não assume a responsabilidade pela atividade da investida ou por suas dívidas, inclusive em recuperação judicial, estando protegido de eventual desconsideração da personalidade jurídica, salvo se tiver agido em dolo, fraude ou simulação.

A adequação do Contrato de Participação a uma relação tradicional de investimento anjo, porém, não é perfeita.

De início, a parte que tipicamente recebe o investimento anjo é a Startup – uma organização recente com alto potencial de crescimento, que opera em condições de extrema incerteza. As normas do Contrato de Participação ampliam sua abrangência para outros agentes – microempresas e empresas de pequeno porte – que não necessariamente são Startups, ao tempo em que limitam a possibilidade de participação das próprias Startups, já que o teto de faturamento destas para nossa legislação é 333% superior ao teto do enquadramento como EPP.

Já o Investidor Anjo é tipicamente uma pessoa física, que agrega à investida, além do capital, a experiência e reputação que adquiriu em carreira, e auxilia a realizar networking com outros agentes relevantes de sua área. Segundo as normas do Contrato de Participação, ele poderá ser, também, uma pessoa jurídica ou um fundo de investimento – o que não necessariamente impede que as características do investimento estejam presentes, apesar de nem todas serem praticadas da mesma maneira.

Segundo a Lei Complementar 123, porém, a mera utilização desse contrato é o suficiente para enquadrar qualquer pessoa física, pessoa jurídica ou fundo de investimento como Investidor Anjo, sem qualquer observância às características que permitem que o investimento anjo seja considerado *smart-money*. Ainda assim, esse fato, por si só, não torna o contrato inadequado ao investimento anjo tradicional.

Já quanto ao investimento em si, em análise de cada um dos elementos do Contrato de Participação, listados no item 3.2.2, é possível notar que alguns são favoráveis ao investimento *smart-money*, apesar de não serem,

necessariamente, novidades trazidas ao mercado pelas Leis Complementares, enquanto outros podem simultaneamente incentivar e desincentivar a escolha do Contrato da perspectiva de uma parte ou outra.

Fato é que as alterações trazidas pela LCP 182 buscaram aperfeiçoar o instrumento da LCP 155, permitindo que ele se aproximasse da realidade dos investimentos anjo. Enquanto o Contrato de Participação não cai como uma luva ao investimento anjo tradicional – pois as partes do contrato acabam sendo diferentes das partes do investimento-anjo, e nem todas as suas características acabam incentivando sua escolha – ele hoje se apresenta mais adequado à prática de mercado do que costumava ser antes da LCP 182. Se os agentes vão ou não aderir a ele daqui em diante, só o tempo dirá.

REFERÊNCIAS

AFFONSO, Ana Carolina Babuio. **A sociedade em conta de participação no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-08122014-155006/pt-br.php>. Acesso em: 13 mar. 2021.

AGHION, Philippe; HOWITT, Peter. A model of growth through creative destruction. **Econometrica**. Cambridge, National Bureau of Economic Research: 1992. v. 60, n. 2, p. 323-351. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/12490578>. Acesso em: 26 out. 2021.

ANJOS DO BRASIL. **Redes de Investimento Anjo tem um excelente resultado em 2021**. 27 set. 2021. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/blog/redes-de-investimento-anjo-tem-um-excelente-resultado-em-2021>. Acesso em: 03 dez. 2021.

ARRUDA, Pablo Gonçalves.; MADURO, Mariana. **O novo Investidor Anjo nas Startups a partir da LC 155/16 (PARTE 1)**. Migalhas, 24 jul. 2017. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/262391/o-novo-investidor-anjo-nas-startups-a-partir-da-lc-155-16--parte-1>. Acesso em: 01 dez. 2021.

BACELAR, João Carlos. **Emenda Modificativa nº 9 ao Substitutivo Projeto de Lei Complementar nº 146/2019**. 10 dez. 2020. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1949792&filename=EMP+9+%3D%3E+PLP+146/2019. Acesso em: 20 nov. 2021.

BENTHAM, Jeremy. A Manual of Political Economy. *In: The Works of Jeremy Bentham*, published under the Superintendence of his Executor, John Bowring, Vol. 3. New York: Russel & Russel, 1962. Disponível em: https://oll.libertyfund.org/title/bowring-the-works-of-jeremy-bentham-vol-3#Bentham_0872-03_617. Acesso em: 02 nov. 2021.

BLANK, S.; DORF, B. **The Startup Owner's Manual Strategy Guide**. *In*: The Startup Owner's Manual: The Step by Step Guide for Building a Great Company. p.1-157. Sacramento: Inc. K&S Ranch, 2012.

BRASIL. **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: 20 mar. 2021

BRASIL. **Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006**. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2006. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 20 mar. 2021

BRASIL. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Altera a Lei Complementar no 123 [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 20 mar. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 167, de 24 de abril de 2019**. Altera a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2019b. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp167.htm. Acesso em: 20 mar. 2021

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021**. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004.** Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2004. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.973.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 14.133, de 1 de abril de 2021.** Lei de Licitações e Contratos Administrativos. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14133.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971.** Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências.. Brasília, DF: Presidência da República, 1971. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5764.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994.** Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1994. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8934.htm. Acesso em: 05 out. 2021.

CAVALCANTE, Fernando Luiz Nobre. **Start! Up? O arranque empreendedor do capitalismo informacional**. Dissertação (Mestrado em Sociologia). Centro de Humanidades, Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, 2015. Disponível em: http://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/20098/1/2015_dis_flncavalcante.pdf
Acesso em: 03 out. 2021.

CAZADO, Marcelo. Os Investidores Anjo e a Cultura de Give-Back. *In*: LEIPNITZM, Daniel; LÓSSIO, Rodrigo (org.). **Ponte para a inovação**: como criar um ecossistema empreendedor. Florianópolis : Santa Editora, 2021. p. 241-

CBINSIGHTS. **The top 12 reasons Startups Fail**. New York: CB Insights, 2021. Disponível em: https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_Top-Reasons-Startups-Fail.pdf?utm_campaign=marketing_startup-failure_2021-07&utm_medium=email&_hsmi=143924911&_hsenc=p2ANqtz-96uZsu1e9a4MPHklgeNILRreyy-CPTXPUtZQD8zd4mPUATnNZidoK9CfVGvDCvGfCYtpzvRTnMOWn7Vlb-b_7eSdlkEg&utm_content=143924911&utm_source=hs_automation. Acesso em: 17 nov. 2021.

CHIAVENATO, Idalberto. As Organizações e Sua Administração. *In* CHIAVENATO, Idalberto. **Comportamento Organizacional**: A dinâmica do sucesso das organizações. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005. p. 59-60.

COELHO, Giuliano Tozzi; CAMARGO, Henrique C.; RIGÃO, Romulo D. O. Contrato de Investimento em Startup pela ótica da Teoria da Agência: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. **Revista dos Tribunais**, v. 976, p. 221-242, fev. 2017.

COELHO, Giuliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o Contrato entre Startups e Investidores Anjo. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. (coord.) **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá Editora, 2015. p. 115-130

COLOMBO, Gabriela de Carvalho; GOMES, Matheus da Costa; EÇA, João Paulo Augusto; VALLE, Maurício Ribeiro do. **Análise da Estrutura de Capital de Startups à Luz das Teorias de Trade-off e Pecking Order**. São Paulo: 21^o USP International Conference in Accounting, 2021

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 555**. Texto Integral da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 563/15, 564/15, 572/15, 582/16, 587/17, 604/18, 605/19, 606/19, 609/19, 615/19 e Resolução CVM nº 3/20. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários [...]. **Diário Oficial da União**, ed. 38, seção 1, p. 61, 26 fev. 2021. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COOLANT. **Why Coolant?**. fev. 2021. Disponível em: <https://www.coolant.co/>. Acesso em: 28 nov. 2021.

DREI – DEPARTAMENTO NACIONAL DE REGISTRO EMPRESARIAL E INTEGRAÇÃO. **Ofício circular SEI nº 3510/2021/ME**. Brasília, DF: Ministério da Economia, 9 set. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/drei/legislacao/arquivos/oficios-circulares-drei/2021/orientacoes-sobre-a-realizacao-de-arquivamentos-diante-da-revogacao-tacita-da-empresa-individual-de-responsabilidade-limitada-constante-do-inciso-vi-do-art-44-e-do-art-980-a-e-paragrafos-do-codigo-civil.pdf>. Acesso em: 05 out. 2021.

ELLIOTT, John E. Introduction to the Transaction Edition. *In*: SHUMPETER, Joseph A. **The theory of economic development**. p. 8-54. Translated from the German by Redvers Opie. New Jersey: Transaction Publishers, 1934.

FALCÃO, João Pontual de Arruda. **Startup Law Brasil**: O Direito brasileiro rege mas desconhece as startups. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2017.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erick Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FERES, Marcos Vinício Chein; CUNHA FILHO, Marcelo Castro. Inovação para quem? O caso da política de inovação da Universidade Federal de Juiz de Fora. **Revista Brasileira de Políticas Públicas**, Brasília, v. 4, n. 1, 2014 p.238-254

FLACH, Pedro; SILVA, Layon Lopes da. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. (coord.) **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá Editora, 2015. p. 147-160.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: Produtos e Serviços. ed. 20. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015

FREEMAN, Chris. SOETE, Luc. **The Economics of Industrial Innovation**. MIT Press: 1997. p.1-25.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito da Empresa**: Comentário aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019

HERBST, Kharen Kelm; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. O Investimento-Anjo como Instrumento de Desenvolvimento Econômico no Brasil. **Direito e Desenvolvimento**, João Pessoa, v. 10, n. 2, p. 241-255, jul./dez. 2019. Disponível em: <https://periodicos.unipe.edu.br/index.php/direitoedesenvolvimento/article/view/1127/660>. Acesso em: 26 nov. 2021.

KELLY, Peter; HAY, Michael. **Business Angel Contracts**: the influence of context. *Venture Capital*, Nova York, v.5, n.4, p. 287-312, out. 2003. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/247511933_Business_Angel_Contracts_the_Influence_of_Context. Acesso em: 14 mar. 2021.

KOZESINSKI, Ricardo. **Uma proposta de tipologia para os novos empreendedores brasileiros sob a perspectiva da inovação**. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade São Paulo. São Paulo, 2017. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122017-152138/pt-br.php>. Acesso em: 06 nov. 2021.

LINDSTRÖM, Göran; OLOFSSON, Christer. Early stage financing of NTBFs: an analysis of contributions from support actors. **Venture Capital**, 2001, vol. 3, n. 2, p. 151-168. Oxfordshire, England: Routledge, 2001.

LINS, Bernardo Wildi. Formas de Fomento Público à Inovação e ao Empreendedorismo. *In*: MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antônio Godoy (org.). **Startups**: Aspectos jurídicos relevantes. 2 ed. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2019.

LOTUFO, Roberto de Alencar. A institucionalização dos Núcleos de Inovação Tecnológica e a experiência da Inova Unicamp. *In*: SANTOS, Marli Elizabeth Ritter dos; TOLEDO, Patricia Tavares Magalhães de; LOTUFO, Roberto de Alencar (Orgs.). **Transferência de Tecnologia**: Estratégias para a Estruturação e Gestão de Núcleos de Inovação Tecnológica. Campinas: Komed, 2009. p. 41-73. Disponível em: https://www.inova.unicamp.br/sites/default/files/documents/Livro%20Transferencia%20de%20tecnologia_0.pdf. Acesso em: 06 nov. 2021.

MACHADO, Fábio Gimenez. **Investidor Anjo** – uma análise dos critérios de decisão de investimento em Startups. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

MARQUES, Rafael Younis. **Notas conversíveis no equity crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MASON, Colin. **The real venture capitalists**: a review of research on business angels. 2008. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/254813631_THE_REAL_VENTURE_CAPITALISTS_A_REVIEW_OF_RESEARCH_ON_BUSINESS_ANGELS. Acesso em: 14 nov. 2021.

MESQUITA, Júlia Leite. **Investimento em Startups**: uma breve análise à luz da segurança do investidor no mercado brasileiro e o risco do investimento através do mútuo conversível. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário) – Insper, São Paulo, 2019. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/2503>. Acesso em: 26 mar. 2021.

MORETTI, Eduardo. Investimento-Anjo: Instrumentos Legais e os Impactos da Lei Complementar nº 155/2016. *In*: MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antônio Godoy (org.). **Startups**: Aspectos jurídicos relevantes. 2 ed. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2019.

NIGHTINGALE, Paul. Innovation. *In*: AUGIER, Mie. TEECE, David J. (ed.) **The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management**. London: Macmillan Publishers, 2018. p. 734-738.

NUNES, Ricardo Dutra. **Análise Econômica do Direito e o Sistema de Patentes como Mecanismo de Regulação da Inovação**: Cometários às Corridas por Patentes. Dissertação (Mestrado em Direito). Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/15978>. Acesso em: 02 nov. 2021.

PAHWA, Aashish. Startup Or Start-Up: Which Is Correct? **Feedough**, 24 out. 2019. Disponível em: <https://www.feedough.com/startup-or-start-up/>. Acesso em: 20 mar. 2021.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Direito das Obrigações**: Compra e Venda. Coleção Tratado de Direito Privado: Parte Especial, tomo XXXIX. Atualizado por Claudia Lima Marques. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa 1.719**. Dispõe sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?naoPublicado=&idAto=84618&visao=compilado>. Acesso em: 29 nov. 2021.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Solução de Consulta DISIT/SRRF10 Nº 10.024, de 22 de junho de 2015**. Diário Oficial da União, 03 jul. 2015, seção 1, p. 40. Brasília, DF, 2015

RENCHER, Marlo. **Crossing the Valley of Death**: A multi-Sited, multi-Level ethnographic study of growth and entrepreneurial communities in post-industrial Detroit. Dissertação (Mestrado) – Wayne State University, Detroit, 2012. Disponível em: https://digitalcommons.wayne.edu/oa_dissertations/616/. Acesso em: 29 mar. 2021.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

RORATO FILHO, José Cláudio. **Uma análise crítica do Contrato de Participação criado pela Lei Complementar n. 155/2016 em comparação às outras formas de estruturação do investimento anjo**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/27596/Claudio%20Rorato%20-%20Disserta%C3%A7%C3%A3o%20revisada%2020190617.pdf>. Acesso em: 29 mar. 2021

SANTOS, Leandro César dos. **Aspectos Societários do Equity Crowdfunding no Brasil à luz do ecossistema das Startups: a sociedade empresária limitada é a melhor opção para uma Startup?**. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Empresarial) – Insper, São Paulo, 2017. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/2487>. Acesso em 27 mar. 2021.

SARFATI, Gilberto. Quem (e como) investe em Startups brasileiras. **GV EXECUTIVO**, v. 17, n. 3, p. 12-16, Fundação Getúlio Vargas, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/75674/72501>. Acesso em: 30 mar. 2021.

SHUMPETER, Joseph A. **The theory of economic development**. Translated from the German by Redvers Opie. New Jersey: Transaction Publishers, 1934.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Os riscos do Investidor Anjo nos contratos conversíveis de investimento em Startups**. 2019. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito dos Negócios, Direito Tributário e Direito Público) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/27289>. Acesso em: 26 set. 2019.

SOHL, Jeffrey E; HARRISON, Richard T; MASON, Colin M. In memory: Willian E. Wetzel Jr. Editorial. *In: Venture Capital*, vol. 20, 2018. p. 233-235. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13691066.2018.1496591>. Acesso em: 14 nov. 2021.

SPINA, Cassio A. **Investidor Anjo: Como Conseguir Investimento para Seu Negócio**. [S. l.: s. n.], 2013. Edição do Kindle. ASIN: B00FIEJK1I.

SPRINGMAN, Jack. Drop innovation from your vocabulary. **Harvard Business Review**, New York, set 2011. Disponível em: <https://hbr.org/2011/09/drop-innovation-from-your-voca>. Acesso em: 15 out. 2021.

TAKAHATA, Pamela Yumi. Investimento Anjo. In: TEIXEIRA, Tarcisio; LOPES, Alan Moreira; TAKADA, Thales (coord.). **Manual Jurídico da Inovação e das Startups**. Salvador: JusPodivm, 2019. cap. 7. p. 135-145.

TEECE, David J. Entrepreneurial Rents. In: AUGIER, Mie. TEECE, David J. (ed.) **The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management**. London: Macmillan Publishers, 2018. p.503-504

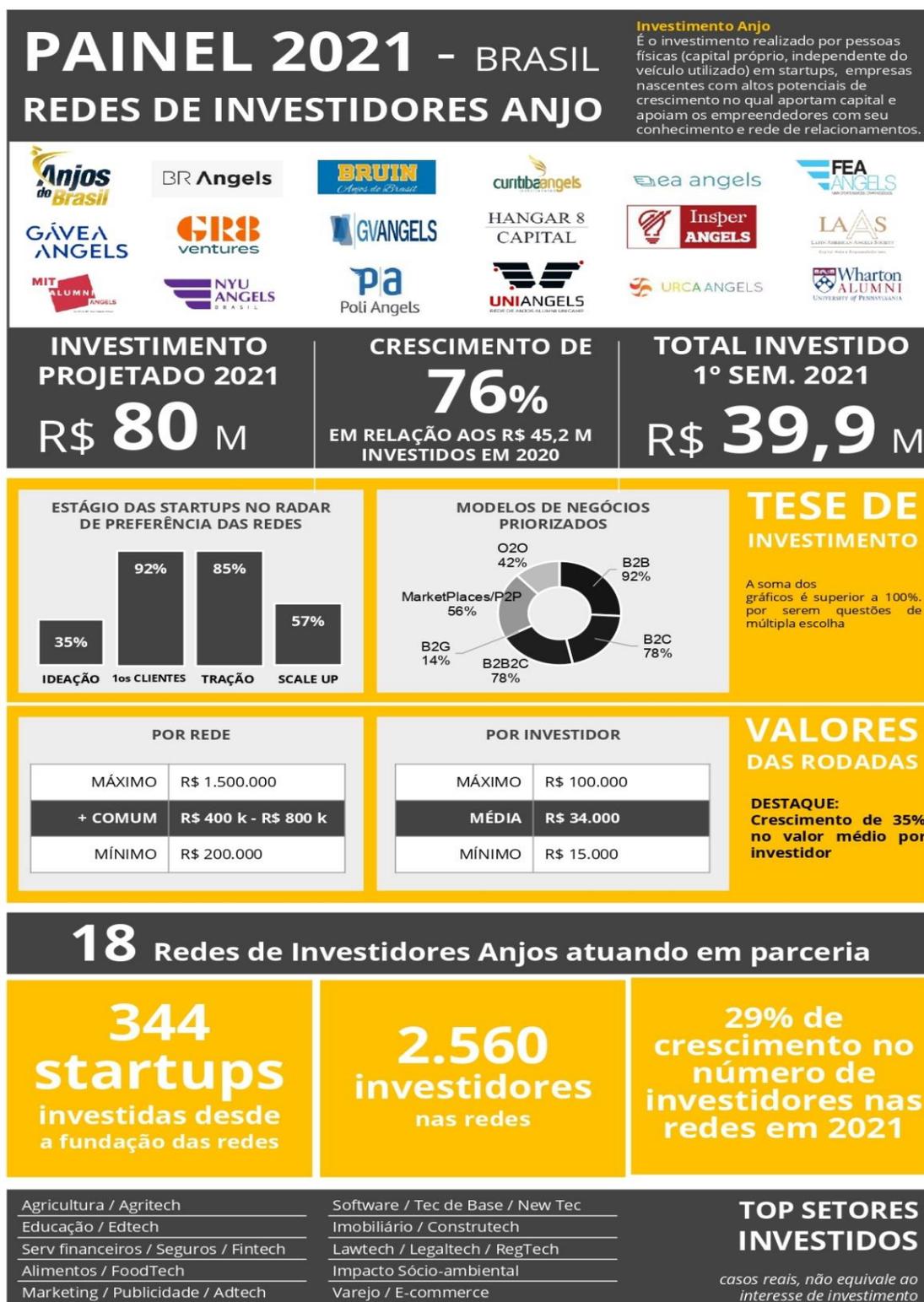
THINK different. **The Economist**. Business Section, ago 2011. London: The Economist Group Limited, 2011. Disponível em: <https://www.economist.com/business/2011/08/06/think-different>. Acesso em: 15 out. 2021.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. 11. ed. São Paulo: Saraiva Educação, v. 1, 2020.

UNEP – United Nations Environment Program. **Indian architect turns to bees and terracotta to design innovative cooling system**. fev. 2019. Disponível em: <https://www.unep.org/news-and-stories/story/indian-architect-turns-bees-and-terracotta-design-innovative-cooling-system>. Acesso em: 29 nov. 2021.

VALENTE, Larissa Peixoto. Investidor anjo: análise do regime jurídico empresarial e tributário. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, v. 140, 22 jul. 2019. Disponível em: <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rftp/article/view/125>. Acesso em: 15 nov. 2021.

ANEXO A – PAINEL 2021 BRASIL – REDES DE INVESTIDORES ANJO



ANEXO B – TOP 12 REASONS STARTUPS FAIL



(CBINSIGHTS, 2021)