

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO – FND

ARTHUR ALBANO RIBEIRO

**O INVESTIDOR-ANJO NO NOVO NO MARCO LEGAL DAS *STARTUPS***

RIO DE JANEIRO  
2023

ARTHUR ALBANO RIBEIRO

**O INVESTIDOR-ANJO NO NOVO NO MARCO LEGAL DAS *STARTUPS***

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito para obtenção do título de bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito – FND da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

Orientadora Prof<sup>ª</sup>. Dra. Kone Prieto Fortunato Cesário

RIO DE JANEIRO  
2023

## CIP - Catalogação na Publicação

A788i Albano, Arthur  
O INVESTIDOR-ANJO NO NOVO NO MARCO LEGAL DAS  
STARTUPS / Arthur Albano. -- Rio de Janeiro, 2023.  
51 f.

Orientadora: Kone Pietro .  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Investidor Anjo . 2. Marco Legal das  
Startups. I. Pietro , Kone , orient. II. Título.

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

ARTHUR ALBANO RIBEIRO

### **O INVESTIDOR-ANJO NO NOVO NO MARCO LEGAL DAS STARTUPS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito para obtenção do título de bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito – FND da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

Aprovado em: \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2023.

#### **Banca Examinadora**

\_\_\_\_\_  
(Nome do orientador, sua titulação e Instituição a que pertence).

\_\_\_\_\_  
(nome, titulação e instituição a que pertence).

Dedico o presente trabalho aos meus avôs - José Roberto de Luna Albano e José Thomaz Ribeiro - que não estão mais presentes para dividir esse momento comigo e o resto da minha família. Suas conquistas norteiam, até hoje, meus objetivos pessoais e profissionais.

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais – Daniela e Pedro - por terem me apoiado incondicionalmente durante toda a minha jornada até aqui. Sempre fizeram questão de estarem presentes nos momentos que julgaram necessário, e, hoje, fico muito feliz em retribuir com essa conquista e fazer valer seus sacrifícios.

Agradeço, ainda, às minhas amadas avós, irmã e namorada, que sempre torceram por mim. Além do apoio que me deram, todas são fontes inesgotáveis de inspiração. Dia após dia acumulam conquistas, independente dos obstáculos.

Aos meus amigos mais fiéis, agradeço da forma mais sincera os tantos anos de parceria. É sempre um prazer dividir grandes momentos com todos vocês. O caminho não teria sido tão prazeroso se não fosse pela presença de cada um.

Por fim, estendo meu agradecimento a todos os professores que tive durante minha formação acadêmica, que me deram a base para chegar até aqui. Em especial, a minha orientadora Kone Cesário, que sempre se mostrou disposta durante o preparo do presente trabalho.

## RESUMO

O presente trabalho trata-se de uma análise crítica e analítica acerca do tratamento da figura do Investidor-Anjo à luz do Novo Marco Legal das Startups. Trazendo à tona todo o lastro histórico de construção desse tipo de sociedade empresária ao longo dos anos e a influência que a era digital teve na consolidação desse modelo de negócio. Detendo-se a tratar, por uma escolha metodológica, sobre o tratamento que esse instituto teve na realidade brasileira até a edição da Lei Complementar nº 182/2021, principalmente quanto à contribuição do modelo de *sandbox regulatório*. Para que, assim, seja possível compreender o “inovativo” regime o qual foi submetida a figura do Investidor-Anjo, entendendo suas nuances e implicações sob a ótica das bases do Novo Marco Legal das Startups, de forma a elaborar um argumentativo crítico sobre a real contribuição dessa nova legislação no fomento desse tipo de investimento na realidade dessas startups. Sendo certo que, para a construção do presente, a metodologia a ser adotada será exclusivamente o levantamento bibliográfico, em que serão utilizadas as mais diversas fontes do direito, como a legislação propriamente dita, a doutrina, além da utilização de artigos científicos, trabalhos de conclusão de graduação e exemplares de notório conhecimento acadêmico.

**Palavras-chave:** Startups. Novo Marco Legal das Startups. *Sandbox* Regulatório. Investidor-Anjo. Fomento.

## ABSTRACT

This paper is a critical and analytical analysis of the treatment of the Angel Investor in light of the New Legal Framework for Startups. Bringing to light all the historical ballast of construction of this type of entrepreneurial society over the years and the influence that the digital age has had on the consolidation of this business model. Due to a methodological choice, it will focus on the treatment that this institute had in the Brazilian reality until the edition of the Complementary Law no. 182/2021, especially regarding the contribution of the regulatory sandbox model. So that it is possible to understand the "innovative" regime to which the figure of the Angel Investor was submitted, understanding its nuances and implications under the optics of the bases of the New Legal Framework for Startups, in order to elaborate a critical argumentative about the real contribution of this new legislation in the promotion of this type of investment in the reality of these startups. It is certain that, for the construction of this paper, the methodology to be adopted will be exclusively the bibliographical survey, in which the most diverse sources of law will be used, such as the legislation itself, the doctrine, besides the use of scientific articles, graduation conclusion papers and copies of notorious academic knowledge.

**Keywords:** Startups. New Legal Framework for Startups. Regulatory Sandbox. Angel Investor. Fomento.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1- Fases de vida de uma Startup.....	28
Figura 2 - Grau de Dificuldades dos Investidores-Anjo no Brasil .....	48
Figura 3 - Tabela de Imposto de Renda sobre aporte de Investidor-Anjo .....	49

## Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2. UM BREVE HISTÓRICO SOBRE O SURGIMENTO DAS STARTUPS .....</b>	<b>13</b>
<b>3. VISÃO NEGOCIAL E JURÍDICA SOBRE STARTUPS.....</b>	<b>17</b>
<b>4. MARCO LEGAL DAS STARTUPS .....</b>	<b>22</b>
<b>5. O INVESTIDOR-ANJO .....</b>	<b>28</b>
<b>5.1. TRATAMENTO GERAL NA ORDEM JURÍDICA .....</b>	<b>31</b>
<b>7.2 OS MECANISMOS DE INGRESSO DO INVESTIDOR-ANJO .....</b>	<b>35</b>
<b>7.3 TRATAMENTO JURÍDICO PÓS-INGRESSO .....</b>	<b>40</b>
<b>6. A SITUAÇÃO DO INVESTIDOR-ANJO .....</b>	<b>47</b>
<b>7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>51</b>
<b>8. REFERÊNCIAS .....</b>	<b>53</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Não é novidade que a humanidade se desenvolveu de forma acelerada e contínua ao longo da história, tão pouco é inovador dizer que as relações comerciais acompanharam essas mudanças de perspectivas vivenciais, pois esse desenvolvimento compulsório da sociedade, economia e política é evidente, em razão das inovações tecnológicas.

Isso porque, desde o advento da Primeira Revolução Industrial em 1780, quando a manufatura deu lugar à maquinofatura, até a Segunda Revolução Industrial, em 1870, que foi marcada pela criação de motores elétricos e a utilização do petróleo como matriz energética e, em seguida, a Terceira Revolução Industrial, em 1970, no qual houve avanços significativos no desenvolvimento de computadores e robótica, tinha-se ciência de que o mundo não seria mais o mesmo (BASSO, 2019, p. 21)

Principalmente, com a chegada da dita Quarta Revolução Industrial, impulsionada por tecnologias digitais e a integração decorrente fenômeno da globalização, o qual trouxe um conceito primordial que faria toda a atividade empresarial ao redor do mundo mudar e se adequar, a ideia de Indústria 4.0 (BASSO, 2019, p. 20) que consiste em, basicamente, aumentar a produtividade de toda a cadeia de produção/comércio através de mecanismos tecnológicos, dando um pontapé inicial para surgimento de diversos nichos negociais.

Haja vista que foi somente com a construção e consolidação dessa ideia de Indústria 4.0, que foi possível nascer as ideias de empreendedorismo na sua faceta moderna e a necessidade das organizações se compatibilizarem com o ambiente tecnológico regado de volatilidade inerente ao cotidiano da economia contemporânea.

Sendo certo que foi esse “processo” de transformação digital, que corroborou para a criação da figura da *startup*, o qual nasceu da necessidade de surgirem/desenvolverem novos modelos de negócios e soluções digitais que se adequassem a tão desejada indústria 4.0, pois, se no período entre guerras houve uma corrida para alcançar a inovação para a hegemonia bélica, após 1991 - termo final da guerra fria - iniciou-se uma corrida para desenvolver os ambientes negociais, de modo a revolucionar o paradigmático modelo tradicional de negócios e se compatibilizar com os ditames capitalistas.

Pois bem, foi a partir última década do século XX, que a palavra “empreender” ganhou um significado diferente, perdendo o conceito de um modelo de negócio relativamente estático

em termos de planejamento e execução de tarefas, e, passou a ser um ideal associado às diversas possibilidades de inovação nos negócios, preponderantemente, com o auxílio da tecnologia que possibilitou à figura do empreendedor ter a faculdade de criar negócios com menores quantias de investimento inicial e, até certo ponto, democratizou essa posição.

Ocorre que, no Brasil esse avanço acerca do empreendedorismo foi mais moroso que os demais países, devido à toda história de enfraquecimento do parque fabril após o período do Governo Vargas, mas que pode ser remediada com o incentivo adequado, conforme bem ensina o Farah: As dificuldades sofridas pelo parque fabril brasileiro nos últimos anos podem ser amenizadas a partir de políticas inovadoras de apoio e fomento à pequena e média empresa. (FARAH, 2000, p.58).

No entanto, apesar do empreendedorismo e a própria figura da *startup* ter sobrevivido no escuro durante parte de sua existência na realidade brasileira, contando com o auxílio de poucos elementos auxiliares, como *sandbox regulatório*, pode-se afirmar que hoje existe ao menos um regime jurídico para regulamentar, esclarecer e ditar o tratamento diferenciado que essas empresas deverão ser submetidas e o investidores-anjo, o tão esperado Novo Marco Legal das *Startups*.

O tratamento dessa temática é de extrema importância na atualidade, pois aborda questões relacionadas à regulamentação e ao apoio governamental a esse setor em crescimento, principalmente quanto ao investimento dessa seara. O estabelecimento de um marco legal adequado para as *startups* pode ter um impacto significativo na promoção do empreendedorismo, na inovação e no desenvolvimento econômico de um país. Desse modo, o presente objetiva especificamente trazer uma análise analítica/crítica sobre condição jurídica do investidor-anjo à luz desse Novo Marco Regulatório (antes e depois do ingresso), avaliando a ótica patrimonial, societária, tributária deste.

Para que, por fim, seja realizada uma conclusão acerca da situação atual desta figura tão importante que é o Investidor-Anjo à luz do Novo Marco Legal das Startups, em que a partir de todos os fatos e motivos expostos se responda: o regime jurídico da Lei Complementar nº182/2021 é de fato um avanço ou retrocesso em relação à figura do Investidor-Anjo?

Sendo certo que para a construção da linha argumentativa analítica/crítica no qual se consubstancia o presente, será utilizada apenas uma espécie de metodologia, o levantamento bibliográfico, em que serão utilizados os manuais de direito empresarial, direito administrativo

voltado ao direito regulatório e inovações, para compreender os institutos jurídicos envolvidos, sobretudo, uma visão ampla sobre esse novo regime jurídico.

Bem como, serão utilizadas as legislações gerais e especiais que tratam e/ou trataram do assunto central na história, para elucidar o lastro legislativo. Além de doutrinas, artigos científicos, trabalhos de conclusões de graduação, pós-graduação, mestrado e doutorado para fundamentar a visão aqui defendida.

A escolha do levantamento bibliográfico como metodologia para o presente se dá por diversos motivos. Primeiramente, porque essa metodologia permite explorar e analisar estudos e pesquisas anteriores realizados sobre o referido tema, de modo que possibilita a compreensão aprofundada da literatura científica existente, identificando os principais conceitos, teorias e debates relacionados ao assunto.

Isso contribui para a construção de uma fundamentação teórica sólida, fornecendo embasamento necessário para o desenvolvimento do trabalho. Tal metodologia é particularmente útil quando o acesso a dados primários é limitado ou inviável, como é no presente caso, em que a base de informações é rasa e descentralizada.

## **2. UM BREVE HISTÓRICO SOBRE O SURGIMENTO DAS STARTUPS**

De plano, é terminantemente repisar desde logo que até os dias atuais não se sabe ao certo de onde surgiu o termo “*Startups*”. Parte da doutrina acredita que o termo surgiu durante a década de 90 nos Estados Unidos, durante a conhecida era “bolha da internet”, o qual fora marcada pela criação das gigantes Google, Yahoo e Amazon (BONFIM, et al. 2018).

Mas não se há certeza sobre quem foi o percussor desse modelo de negócio e em que país foi difundido pela primeira vez efetivamente, a única coisa que se pode afirmar com toda certeza é sobre hegemonia dos EUA no desenvolvimento desse modelo em nível macro, já que as maiores *startups* nasceram em território estadunidense, mais precisamente no Vale do Silício (Califórnia), como bem ensina Edgar Reis: “Conquanto não seja possível precisar qual foi a primeira startup a ser criada, aparentemente as primeiras startups surgiram na região posteriormente batizada de ‘Vale do Silício’, no estado da Califórnia, EUA.” (REIS, 2018, p. 17)

Acerca da realidade pátria, em contrapartida, como bem tratado anteriormente, houve um surgimento bem tardio desse modelo de empresa. Segundo Bonfimas, *startups* só começaram a aparecer no ambiente empresarial do país na virada do milênio, e, somente passaram a efetivamente ganhar força a partir de 2010 (BONFIM, et al. 2018, p. 1).

Tão é verdade tal afirmativa que, ainda em 2014, a visão que se tinha do termo “*startups*” era resumida às empresas envolvidas com tecnologia que traziam de alguma forma algo inovador, principalmente pela influência que Marco Civil da Internet (Lei nº 12.965/14).

Restando cristalino que a referida Lei além de tratar de forma restrita o conceito de *startup*, dividindo-as em empresas provedoras de conexão de internet e as provedoras de aplicações de internet, ainda era extremamente insuficiente quanto ao seu conteúdo relacionado ao tratamento dessas *startups*, que se restringia a tratar da responsabilização destas no caso de guarda de informações e dados dos usuários.

Nessa toada, a Lei nº 10.973/2004 que trata de incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, sequer citou a possibilidade de uma sociedade fazer parte do desenvolvimento inovativo no país, excluindo essas figuras categoricamente.

Nessa direção, quebrando novamente todas as expectativas do mercado que já se encontrava fomentado, a Lei Geral de Proteção de Dados - LGPD foi mais uma das legislações que tratavam do ambiente cibernético em grande parte, no qual se tinha esperança de haver alguma definição, esclarecimento e até regime de responsabilização sobre empresas ditas *startups*, mas que acabou não regulando nada.

Anos mais tarde, com a edição da Medida Provisória nº 881/2019, conhecida como “MP da Liberdade Econômica” que se convolou na Lei nº 13.874/19 (Lei da Liberdade Econômica), esse sentimento renasceu e mercado regulado passou a se movimentar novamente com a esperança de que o normativo editado pelo Presidente da República durante o período pandêmico fosse tratar minimamente dessa seara inovadora.

Felizmente naquele ano uma regulação razoável ocorreu no âmbito do empreendedorismo no país, isto porque, apesar deste normativo comportar algumas críticas, este significou um passo muito importante rumo ao reconhecimento jurídico do empreendedorismo no Brasil e, sobretudo, acerca do reconhecimento e consolidação do tratamento das *startups*.

Seja porque representou um pontapé inicial do governo em desburocratizar alguns processos e trazer maior liberdade nas atividades econômicas de pequenas e médias empresas, seja porque trouxe pela primeira vez um tratamento normativo inteiramente voltado à realidade das sociedades empresariais emergentes, criando um regramento justo e adequado para as *startups*.

Dado que foi a referida Lei da Liberdade Econômica, que marcou o início de medidas desburocratizadoras e a criação de um regime de tratamento diferenciado para pequenas empresas durante o período pandêmico, que se consubstanciou, dentre muitas, nas seguintes diretrizes:

- Em relação à burocracia, a MP dispensou a exigência de autorização pública para atividades de sociedade de baixo risco, que anteriormente era de caráter obrigatória para todo e qualquer tipo de atividade, o empreendedor antes precisa fazer todo o trâmite burocrático junto a Prefeitura e esperar a proatividade do órgão, sem ter a garantia de um prazo hábil, depois do normativo se a Prefeitura não atender no prazo estipulado, a autorização é emitida tacitamente;
- No que se refere à necessidade de arquivamento de documentos na sede da empresa, a MP inovou e possibilitou com que parte da documentação da empresa fosse arquivado de forma digital, não havendo a necessidade de ter um arquivo físico.
- No que tange à contratação de funcionários, a MP possibilitou a emissão da Carteira de Trabalho Digital para os trabalhadores e deu ao empreendedor o prazo de cinco dias úteis para anotar a CTPS destes, alargando o prazo legal previsto para as demais sociedades;
- Relacionado à necessidade de controle de ponto dos funcionários, a MP flexibilizou a obrigatoriedade, depois de sua edição as empresas só seriam obrigadas a instituir o controle por ponto se tivessem um quadro de pessoal superior a 20 pessoas;

Mudanças essas, dentre outras várias que não são possíveis de serem enumeradas taxativamente aqui, mas que foram definitivamente estabelecidas pela Lei nº 13.874/2019, que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, o qual se propôs a estabelecer as garantias do livre mercado.

Esclarece-se: não está sendo feita qualquer análise jurídica sobre a aplicabilidade e efeitos dessas medidas governamentais, que não seja do ponto de vista do direito das *startups* e do empreendedorismo, assim toda e qualquer implicação em outras searas do direito, como empresarial e trabalhista não está sendo observada e analisada.

Seguindo adiante, pode-se dizer que a Lei de Liberdade Econômica (e Medida Provisória 881/2019) foi o normativo-chave para dar a guinada e incentivar o ambiente negocial das *startups* no Brasil, porque mesmo sem citar expressamente que se tratava dessa figura, as disposições se demonstraram uma proteção aos pequenos empreendedores no país, o qual abarca uma das principais características das *startups* no seu nascimento.

Ainda assim, mesmo com todos os pontos altos da Lei de Liberdade Econômica (BRASIL, 2019) no país em relação à sua atuação desburocratizadora, fazia-se necessário um normativo que não comportasse entendimentos diversos e contraditórios, as *startups* precisavam de um regime jurídico dizendo taxativamente seus deveres e direitos, que levassem em consideração sua característica inovadora. Isso porque, conforme ensina Saulo Michiles:

[...] a atuação das startups e a realização de investimentos nelas são atividades com nível de risco acima do tradicional. Também sabemos que o ambiente de negócios no Brasil como um todo não se mostra favorável em relação a outros países, gerando, dentre outras questões, uma enorme insegurança jurídica. Essa combinação de fatores é extremamente prejudicial para o ambiente de negócios inovadores, por gerar risco adicional desnecessário tanto para empreendedores que queiram inovar, quanto para investidores que busquem alocar seus recursos nesses tipos de empreendimentos. (MICHILES, 2021, p. 31)

Faltava-se segurança jurídica ligada à atuação das *startups*, sequer havia a definição de quais empreendimentos se enquadrariam como estas, a doutrina como fonte do direito até tentou definir, mas não se havia um consenso sobre o próprio termo e suas características (MICHILES, 2021), esperava-se que o legislador um dia puxasse para si a responsabilidade.

Assim ocorreu no ano de 2021, em que foi editada e sancionada a Lei Complementar nº 182/2021, também conhecida como “Marco Legal das *Startups*” o qual passou a tratar diretamente, de forma taxativa, o regime jurídico dessas empresas, passando a detalhar esse modelo sob a ótica econômica, societária, tributária e cível.

Normativo este que apesar de comportar melhora material e ajustes redacionais, como todas as outras legislações, conseguiu ganhar o estrelismo devido e passou a ser o principal instrumento de regulação dos ambientes regulatórios das *startups*, concedendo não apenas segurança jurídica aos regulados (os empreendedores) mas também previsibilidade quando ao futuro dessas atividades.

Regulando não apenas o protagonismo das *startups*, mas também todas as figuras adjacentes a esse modelo de negócio, inclusive, a figura do investidor-anjo e suas facetas, que até 2021 era regulado caso a caso por cada órgão da administração pública e/ou instrumentos de investimentos, não tendo segurança jurídica em seu regime, assim como as próprias *startups*.

Deste modo, é partir desse pressuposto histórico/normativo, que será construído o presente estudo, restando cristalino que este é único instrumento normativo que poderá ser utilizado para fazer uma análise analítica e crítica sobre a figura do investidor-anjo, por isso, o regime jurídico será comentado à luz do Marco Legal das *Startups*.

### 3. VISÃO NEGOCIAL E JURÍDICA SOBRE STARTUPS

Outrossim, antes de entender a conceituação das *startups* à luz do marco legal, é importante ter como pressuposto um entendimento interdisciplinar sobre esses institutos, sobretudo porque foi o ambiente negocial que definiu, desde os primórdios, as características dessa espécie empresarial e trará uma visão ampla sobre a temática.

Em palavras simples, sob o ponto de vista negocial, pode-se definir as *startups* como sendo a união de pequenos empreendedores que despendem esforços e cooperam mutuamente para formação de um negócio, que é caracterizado pela utilização da tecnologia, baixa capacidade econômica dos sócios na fase de tração do negócio e inovação como produto.

Bem como, pode-se conceituá-las tecnicamente como sendo empresas inovadoras, recém-chegadas ao mercado, as quais não apresentam relevante potencial econômico inicial, mas sim significativo potencial de crescimento através da tecnologia empregada no modelo de negócio.

Na visão do empreendedorismo, o conceito de *startup* pode ser entendido, nas palavras de Ries (2012) como: [...] instituições que não se resumem apenas a um produto, um avanço tecnológico ou, ainda, uma ideia brilhante. São instituições humanas focadas no sucesso.

Já na visão de Telles (2013) as *startups* são empreendimentos que se consubstanciam em um modelo de negócio inovador, escalável e flexível o suficiente para sofrer alterações durante o processo de desenvolvimento, lançamento e maturação do negócio, mantendo-se “vivo” de modo a permitir o sucesso dos empreendedores.

Na ótica de Paul Graham, co-fundador da aceleradora americana *Y Combinator*, uma das mais conhecidas e procuradas do mundo, entende *startup* de forma diferente. Este acredita que o único elemento que diferencia de uma empresa ser ou não considerada *startup* é o crescimento acelerado, não havendo qualquer outro elemento/característica que deve ser levado em consideração:

Ser recém-fundada não caracteriza em si mesmo construir uma empresa startup. Nem é necessário para uma startup que se trabalhe com tecnologia, ou que se tome

financiamentos de alto risco (...). A única coisa essencial é o crescimento. Todo o resto que nós associamos com startups decorre do crescimento. (2012, p. 235)

Pois bem, tendo esse panorama de conceituação diversificada, é facilmente perceptível que até o advento do Marco Legal das Startups, não havia um conceito próprio e certo sobre o que seria as empresas *startups*, ou melhor, o que uma empresa precisaria para ser uma *startup*, devido a essa falta de consenso que era bastante comum confundirem o significado de *startup* com pequenas empresas.

Penrose pontua que essa falta de conceituação exata é o principal motivo das startups serem confundidas com pequenas empresas, quando na verdade existe uma diferença relevante entre ambas, veja: “[...] a percepção de que donos de pequenos negócios difeririam fortemente de empreendedores no que diz respeito a sua capacidade de inovação, de julgamento, criação de demanda, vontade de crescimento, assim como habilidade gerencial. (PENROSE, 1959, p. 97, apud RAMOS p. 21,2019).

Na mesma toada, ensina a especialista Maria Moreira:

A diferença é bem simples, enquanto empresas de pequeno porte se posicionam de forma passiva em relação à demanda, sem foco no crescimento do negócio e muito menos inovação, as startups trabalham em entender completamente a demanda fazendo com que suas receitas cresçam rápido e assim entregar para aos seus clientes e a sociedade seu produto ou serviço com eficiência. (2014, p. 21)

A afirmação de Blank (2012) enfatiza a distinção entre *startups* e grandes/pequenas empresas, destacando suas abordagens e prioridades diferentes. Enquanto as grandes empresas geralmente buscam um modelo de negócio escalável, repetitivo e lucrativo, as *startups* possuem uma mentalidade voltada para a inovação e a capacidade de se reinventar para alterar as condições tradicionais.

Uma *startup* está em busca de criar um novo produto, serviço ou tecnologia que atenda a uma necessidade do mercado e possua potencial disruptivo, estando dispostas a experimentar e correr riscos, muitas vezes com recursos limitados, para desenvolver e validar seu modelo de negócio, sendo que a agilidade e a capacidade de adaptação são cruciais para o sucesso de uma *startup*.

Por outro lado, as grandes empresas, que já estabeleceram um modelo de negócio bem-sucedido, tendem a focar na execução desse modelo de negócio existente, priorizando a otimização das operações e maximização de lucros dentro dos parâmetros estabelecidos. Embora também possam buscar a inovação, geralmente é de forma complementar, visando melhorar produtos ou serviços já existentes, em vez de criar algo completamente novo.

Essa diferenciação é importante porque *startups* e grandes empresas possuem características, necessidades e objetivos distintos. Haja vista que as *startups* buscam crescimento rápido, escalabilidade e disrupção, enquanto as grandes empresas visam estabilidade, lucratividade e eficiência.

O aplicativo iFood é um ótimo exemplo de uma *startup* que surgiu com o objetivo de inovar e atender a uma demanda existente de maneira mais eficiente. Antes do iFood, os consumidores precisavam ir pessoalmente aos restaurantes ou supermercados para comprar alimentos, já com a plataforma, o iFood intermediou e facilitou a entrega de alimentos diretamente aos consumidores, proporcionando conveniência e praticidade.

A abordagem do iFood como uma *startup* permitiu que eles crescessem rapidamente e atendessem a um grande mercado, investindo em tecnologia e desenvolveram um modelo de negócio escalável, onde os consumidores podem fazer pedidos de comida de forma simples e rápida por meio do aplicativo. Assim, ao se concentrar em entender completamente a demanda e fornecer um serviço valioso, o iFood conseguiu alavancar suas receitas e expandir sua base de clientes.

Apesar de ter alcançado um poderio econômico considerável e não ser mais considerada *startup* para fins legais, o iFood ainda é um grande exemplo de *startup*, que atende muito bem todos os seus elementos essenciais, pois apesar de ser uma empresa consolidada economicamente, continua buscando inovação e adaptação ao mercado em constante mudança, sendo certo que estes estão constantemente melhorando seu aplicativo, adicionando novos recursos e explorando maneiras de oferecer uma experiência ainda melhor para seus clientes.

Ademais, saindo da seara negocial em que a definição das *startups* foi por muito tempo tópico de discussão, é imprescindível adentrar na conceituação desse modelo empresarial à luz do direito brasileiro, que veio como instrumento de pacificação de todo esse cenário controverso no qual passava o ambiente empreendedor no Brasil.

A Lei Complementar nº 182/2021 pacificou a compreensão sobre o que seria esse instituto, em seu art. 4º, no qual trouxe a seguinte definição: “Art. 4º - São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.” (BRASIL, 2021)

Foi através dessa definição que pequenas e médias empresas que detinham de um elemento inovador tecnológico passaram a não serem mais consideradas *startups*. O ifood que foi ilustrado acima é uma dessas, porque segundo o referido texto normativo, para que uma empresa seja considerada *startup*, esta deve cumular quatro critérios centrais (NEIVA, 2021).

Tomás Neiva (2021), afirma que esses quatro pressupostos são: i) caráter inovador; ii) critério temporal; iii) critério financeiro; e iv) a natureza jurídica da empresa, tendo esses quatro critérios reunidos a empresa é por essência uma *startup*. Por outro lado, na inexistência de qualquer dessas características, a sociedade empresária/modelo de negócio não pode ser considerada de tal forma.

Outrossim, Tomás explica (NEIVA, 2021) que o primeiro pressuposto está diretamente relacionado ao caráter inovador do negócio, o qual possui um sentido subjetivo na sua aferição. Nesse contexto, a legislação concede ao empreendedor a faculdade de declarar o aperfeiçoamento e o aprimoramento no processo produtivo e/ou comercial, que torna o produto ou serviço oferecido pela empresa verdadeiramente inovador.

É importante ressaltar que essa declaração é feita internamente, pela própria empresa, sem a necessidade de cumprir critérios objetivos rígidos, nesse sentido, o critério de inovação demonstra uma abrangência significativa, permitindo que as empresas avaliem e declarem seu próprio grau de inovação de acordo com suas percepções e avanços alcançados.

A ausência de critérios objetivos definidos pode ser interpretada como uma maneira de estimular a autodeclaração e promover um ambiente empreendedor favorável ao desenvolvimento de negócios inovadores. Sendo certo que essa subjetividade pode levantar questionamentos sobre a validade e a consistência das declarações de inovação feitas pelas empresas.

A falta de critérios claros e objetivos pode resultar em interpretações divergentes e até mesmo abusos, tornando necessário o estabelecimento de mecanismos de fiscalização e validação para garantir a conformidade com os princípios de inovação.

Em que pese as possíveis controvérsias, é inegável que a flexibilidade conferida pela legislação permite que empresas de diferentes setores e tamanhos sejam consideradas como startups, desde que elas possam comprovar seu caráter inovador, de acordo com sua própria visão. Essa abordagem ampla e inclusiva visa incentivar o empreendedorismo e fomentar o

desenvolvimento de negócios disruptivos, capazes de impulsionar a economia e gerar impacto positivo na sociedade.

O segundo pressuposto estabelecido está diretamente ligado ao tempo de existência da sociedade empresária, definindo um período máximo para que uma empresa possa ser classificada como startup. Em termos simples, é estipulado um intervalo de tempo que serve como critério para essa caracterização, o qual consiste em um prazo de até 10 anos contados a partir da inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), conforme previsto no art. 4º, §1º, II da referida legislação.

Essa limitação temporal visa delimitar o escopo de aplicação da lei, direcionando o tratamento especial destinado ao fomento de startups para empresas que se encontram em estágios iniciais de desenvolvimento. Ao estabelecer um período máximo de 10 anos desde a inscrição no CNPJ, a legislação busca concentrar os benefícios e incentivos em empresas mais jovens, que geralmente estão em estágios iniciais de crescimento e têm maior necessidade de apoio para alavancar suas atividades.

Essa restrição de tempo também está relacionada à própria natureza das startups, que são caracterizadas por seu potencial disruptivo e por buscar soluções inovadoras para problemas existentes no mercado.

Geralmente, as startups são empresas emergentes que buscam crescer rapidamente, explorando oportunidades de mercado e promovendo mudanças significativas em setores tradicionais, assim, o limite de 10 anos de existência busca garantir que as empresas que se beneficiam do tratamento especial sejam aquelas que ainda se encontram em uma fase de desenvolvimento inicial, estimulando assim a renovação e o surgimento de novos empreendimentos inovadores.

É importante destacar que, ao atingir o limite de tempo estabelecido, uma empresa deixa de ser qualificada como startup nos termos da lei, em razão disso, após o período de 10 anos, a empresa deve buscar outras formas de enquadramento e seguir as regras e obrigações aplicáveis às demais empresas já consolidadas no mercado.

Em resumo, o segundo pressuposto relacionado ao tempo de constituição da sociedade empresária busca definir um prazo máximo de 10 anos, contados a partir da inscrição no CNPJ, para que uma empresa possa ser considerada uma startup nos termos da legislação.

Essa limitação visa direcionar os benefícios e incentivos a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, estimulando assim a inovação e o empreendedorismo, visto que, após o término desse prazo, a empresa deve se adaptar às regras e regulamentações aplicáveis às empresas já estabelecidas no mercado.

Outrossim, o terceiro aspecto é aquele ligado a capacidade financeira da empresa, em que o marco legal traz como limite a aferição de receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 meses, conforme estabelece o art. 4º, §1º, I do referido diploma legal.

Isto é, a então legislação optou por excluir empresas de faturamento elevado, mesmo aquelas que tiverem sido constituídas recentemente e que tenham a inovação em seus produtos e serviços, não havendo mais o que falar em *startups* se a empresa e/ou o modelo de negócio sofreu um crescimento exponencial em suas finanças.

Por último, mas não menos importante, o quarto critério é aquele relacionado à natureza jurídica da sociedade empresária. O novo marco legal determinou que apenas algumas espécies societárias gozarão da possibilidade de serem consideradas *startups* e se submeterem ao seu regime jurídico especial da LC 182/2021, quais sejam: i) o empresário individual; ii) empresa individual de responsabilidade limitada; iii) sociedade empresária; iv) sociedade cooperativa; e v) sociedade simples.

Fato que era consideravelmente esperado, tendo em vista que a maioria dessas espécies são bem abrangentes e essas modalidades são as mais escolhidas pelos pequenos empreendedores, tendo em vista o regime tributário simplificado e a forma de constituição facilitada (NEIVA, 2021).

Assim, verifica-se que o conceito das *startups* fora sedimentado pelo Novo Marco Legal das Startups, que aproveitou as considerações negociais de todos os nichos empresariais feitas tanto do Brasil, quando em outros países e elaborou uma conceituação a partir de quatro critérios que, malgrado ou não, são notadamente razoáveis e condizentes com outras legislações internacionais (NEIVA, 2021).

#### **4. MARCO LEGAL DAS STARTUPS**

Entretanto, é importante repisar que o Marco das *Startups* não se deteve exclusivamente a apenas conceituar esta figura, mas foi além, tomou a responsabilidade e instituiu um regime

jurídico diferenciado também para as figuras auxiliares, as quais auxiliam as *startups* em seu crescimento.

Dentre tantas mudanças, de plano, a LC 182/2021 se deteve a dar continuidade ao processo de desburocratização iniciado pela Lei de Liberdade Econômica (BRASIL, 2019), no qual, segundo Vivian Amaro, iniciou o tratamento diferenciado retirando diversas exigências societárias:

Em um primeiro momento, ao bojo do artigo 16 do MLS, foi alterada o trecho da Lei das Sociedades Anônimas que previa o mínimo de 2 (dois) diretores na sociedade, para que possa haver 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer momento, para que empresas menores e com uma gestão menor possam valer-se das benesses da sociedade anônima. (2022, p. 4)

A primeira delas foi a diminuição do número de administradores exigidos pela Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A). Enquanto a LSA (Lei da Sociedade Anônima) determina em seu art. 143, caput, que a composição da diretoria de uma Sociedade Anônima deve ser de no mínimo 02 (dois) diretores, a MLS (Marco Legal das Startups) flexibilizou essa determinação e estipulou que as *startups* são obrigadas eleger e nomear apenas 01 (um) administrador.

Neste sentido, é importante frisar que essa mudança foi além da função desburocratizadora, também teve um papel de compatibilizar a realidade da estrutura societária desse modelo com as disposições e exigências de cada espécie empresarial. Nesse caso das Sociedades Anônimas é um exemplo disso, afinal, segundo levantamento da Associação Brasileira das Startups – Abstartups, 49% (quarenta e nove por cento) das *startups* do país são compostas por apenas ou no máximo dois sócios, em que apenas um opta por ser administrador (ABSTARTUPS, 2017).

Outra mudança significativa preconizada pela MLS do ponto de vista societário, foi a flexibilização da obrigação de realizar as publicações de documentos societários e contábeis, na modalidade eletrônica, prevista no art. 294 da Lei nº 6.404/76, bem como a possibilidade de substituição dos livros societários por registro mecanizados ou eletrônicos (art. 100 da LSA), o qual o referido marco legal ainda no art. 16, alterou a supramencionada disposição da LSA.

Não obstante, infere-se que o Novo Marco Legal (BRASIL, 2021) ainda se deteve a estabelecer que as *startups* podem livremente deliberar sobre a distribuição de dividendos em Assembleia Geral, caso o Estatuto Social seja omissivo, retirando a obrigatoriedade dessas empresas de seguirem o previsto no art. 202 da LSA.

Nesse sentido, no dispositivo subsequente (art. 17), ainda houve a alteração do art. 65-A, da Lei Complementar nº 123/2006, fazendo com que restasse instituído o regime jurídico do “Inova Simples” para as *startups*.

Basicamente, esse enunciado dispôs sobre uma forma de tratamento diferenciado, o qual é a continuidade e melhoramento do tratamento dado pela Lei Complementar nº 167/2019 e pela Resolução CGCIM nº 55/2020, que são responsáveis pela simplificação e de burocratização do processo de abertura e encerramento de empresas (RUSSO, 2021).

Sendo que a mudança mais significativa realizada pela inserção das *startups* no regime inova foi, sem dúvidas, a introdução de formulários digitais disponíveis nas juntas comerciais dos estados, o que tornou mais rápido e eficiente o processo de obtenção do Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Bem como, a faculdade dessas empresas de estabelecer suas dependências em locais compartilhados, como coworkings, incubadoras, aceleradoras e faculdades, não sendo mais obrigadas a possuir um endereço fixo de sede empresarial.

Ressalta-se: essas medidas têm como objetivo fomentar o empreendedorismo, facilitar a criação e o encerramento de negócios, além de promover um ambiente mais favorável para o desenvolvimento empresarial, reduzindo a burocracia e incentivando a inovação e o crescimento do setor. Segundo Vivian Amaro, essas mudanças foram benéficas para a realidade das *startups*, que precisam de um regime simplificado para atingirem o sucesso:

Tal alteração significou grande avanço para todas as empresas, startups ou não, que se valham do regime jurídico das sociedades anônimas no dia a dia, por ter desburocratizado e facilitado suas obrigações contraídas junto ao Estado, possibilitando um maior enfoque nas atividades e tarefas específicas do dia a dia da empresa. (2022, p. 5)

Adicionalmente, o MLS trouxe em seu bojo, ainda na seara empresarial, o tratamento das *startups* no Mercado de Valores Mobiliários, no qual modificou o art. 294-A da LSA, passando a estabelecer que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ficará responsável por regulamentar sua posição e seu regime dentro deste mercado, de modo que se trabalhe condições diferenciadas e especiais, possibilitando que companhias de menor expressão financeira tenham acesso ao mercado de capitais (RUSSO, 2021).

Segundo Vivian, a CVM terá autonomia para tratar da temática, entretanto deve se atentar que as flexibilizações não poderão exceder:

(i) à obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal a pedido dos acionistas; (ii) à obrigatoriedade de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas de valores mobiliários, sem prejuízo da competência prevista no inciso III do § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; (iii) quanto ao recebimento de

dividendo obrigatório; e, (iv) quanto à forma de realização das publicações ordenadas pelo MLS.(CZESLUNIAK, 2022, p. 8)

Saindo da seara empresarial e transcorrendo para o âmbito regulatório, tem-se que o MLS também inovou ao tratar dessa espécie empresarial, quando passou a prever em seu art. 11, a possibilidade de órgãos da administração pública, direta e indireta, de instituírem nos limites de suas competências um espaço regulatório experimental: o *sandbox* regulatório.

Esse instituto é definido pelo Novo Marco Legal das Startups em seu art. 2º, II, como sendo, uma ferramenta fundamental para impulsionar a inovação e o crescimento das empresas emergentes, que busca estabelecer um ambiente controlado e flexível, permitindo que as startups testem suas soluções inovadoras, mesmo diante de um cenário regulatório mais restritivo.

No âmbito do *sandbox* regulatório, as startups têm a oportunidade de operar por um período determinado sob condições regulatórias especiais, que podem envolver isenções, simplificações ou adaptações das regulamentações existentes. Durante esse período, as startups podem experimentar, validar e aprimorar seus modelos de negócio e produtos, contando com o acompanhamento e a supervisão dos órgãos reguladores competentes.

Essa abordagem flexível tem como objetivo principal promover a inovação de forma segura, permitindo que as startups superem obstáculos regulatórios e diminuam as possíveis barreiras de entrada no mercado. Sendo que é importante ressaltar que o *sandbox* regulatório não significa a ausência total de regulamentação. Pelo contrário, trata-se de um mecanismo que estabelece um ambiente regulatório adaptado e supervisionado, que equilibra a necessidade de proteção aos consumidores e a segurança jurídica com a promoção da inovação e do empreendedorismo.

Antes disso, era conceituado pelo Tribunal de Contas da União da seguinte forma:

[...] um ambiente regulatório experimental, criado com a finalidade de suspender temporariamente a obrigatoriedade de cumprimento de normas exigidas para atuação em determinados setores, permitindo que empresas possam usufruir de um regime diferenciado para lançar novos produtos e serviços inovadores no mercado, com menos burocracia e mais flexibilidade, mas com o monitoramento e a orientação dos órgãos reguladores. (BRASIL, 2022)

Outrossim, era entendida pelo Banco Central do Brasil, como sendo:

[...] um espaço monitorado no qual as autoridades competentes e as empresas possam entender melhor as oportunidades e os riscos apresentados pelas inovações e seu tratamento regulatório. Por meio desse instrumento, institui-se uma espécie de fase de testes para avaliar a viabilidade de proposições inovadoras. (BORGES, 2020, p. 4)

Em palavras mais simples, trata-se de um ambiente de experimentos regulatórios em que os agentes regulados, nesse contexto as *startups*, podem solicitar às agências regulatórias e outras instituições governamentais uma espécie de autorização para testar produtos e serviços que ainda não possuem uma regulação específica, mas que são inovadoras.

Tal iniciativa é de extrema relevância sob a ótica do empreendedorismo e inovação, visto que as *startups* estão terminantemente relacionadas às atividades inovadoras, que inerentemente possuem riscos operacionais. O maior exemplo disso no Brasil foi a implementação do *delivery* de combustíveis pela Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (BRASIL, 2021).

A agência em meados de 2020 decidiu, em decorrência do estado de calamidade pública ocasionado pela covid-19, autorizar a empresa Logfit a comercializar combustíveis fora dos estabelecimentos, isto é, permitiu em caráter experimental por meio de um *sandbox* regulatório a essa startup de realizar, provisoriamente, o fornecimento de combustíveis por *delivery*, no qual o cliente fazia o pedido de abastecimento via aplicativo.

Enfim, tem-se que o *sandbox* é inegavelmente uma medida que irá corroborar para a tração de muito desses modelos de negócios, que antes não eram colocados no mercado porque inexistia legislação regulamentadora ou existe, porém era omissa.

No entanto, cumpre mencionar que essa disposição, o art. 11, traz algumas especificidades que as instituições devem adotar ao implementar esse ambiente experimental, quais sejam: (i) critérios para seleção ou qualificação do regulado; (ii) duração e abrangência da suspensão da aplicação das normas; e (iii) quais normas estão abrangidas (CZESLUNIAK, 2022).

Adiante, outro ponto primordial que passou a ser tratado por esse regime jurídico diferenciado e especial foi a contratação de *startups* junto a administração, no qual a referida Lei Complementar decidiu por abordar em seu capítulo VI, tudo sobre como será realizada a contratação, pelo poder público, dessas empresas.

Neste quesito, insta destacar que esse assunto já havia sido tratado por outras legislações, especialmente pela Lei nº 10.973/2004 - Lei da Inovação, que também é encarregada por regulamentar a participação e contratação de empresas e modelos de negócios inovadoras com entes públicos.

No entanto, tratando-se do tratamento conferido pelo MLS, didaticamente, pode-se dizer que a contratação de startups pela administração pública ocorre em três fases:

- i) a apresentação da problemática, em que a administração pública fica encarregada de demonstrar a dificuldade que vem enfrentando e as *startups* se colocam a disposição para tentar sanar ou mitigar esse obstáculo, nos moldes do que prevê o art. 13, § 1º;
- ii) o estabelecimento de procedimento licitatório específico para essas empresas;
- iii) a celebração de contrato público para solução inovadora – CPSI; (ALVES, 2021, p. 28):

Pode existir, contudo não é vinculante que haja uma quarta fase, que é a celebração de um contrato de fornecimento, no qual a administração pública pode optar por manter aquele serviço ou venda de produtor e decide pela manutenção da relação para além do estipulado nas fases anteriores.

Acerca da segunda fase, cumpre notar que o § 4º, do art. 13 especifica os critérios que devem ser avaliados pela comissão licitante no momento de julgamento das propostas apresentadas pelas *startups* para a licitação, os quais diferem daqueles princípios basilares da Lei nº 8666/93 e da Lei nº 14.133/2021 que priorizam por vezes a economicidade.

Nota-se que o caráter inovador apresentado pela *startup* se sobrepõe à tradicional economicidade no quesito avaliativo, isso porque esse regime diferenciado não busca encontrar a solução mais barata, mas sim uma solução que consiga atender a demanda do poder público empregando de forma efetiva um processo inovador.

Igualmente, o MLS concedeu em seu §8º, do art. 13, a possibilidade de dispensa documental por parte da administração pública no momento de habilitação da proposta vencedora, em que o legislador considerou a fraqueza dessa espécie para alcançar e apresentar grande parte da documentação. Assim, pode-se afirmar que este é um dos pontos altos do novo regime jurídico das *startups* no Brasil.

No que tange ao Contrato (CPSI), Vivian Amaral destaca o seguinte:

A lei elenca alguns requisitos formais e cumulativos do CPSI, que deverá conter cláusulas de: metas que deverão ser atingidas para que seja validado o êxito da solução inovadora proposta pela empresa e a metodologia para sua aferição; a maneira e a frequência com que serão entregues à administração pública relatórios da execução do contrato, para que sirvam de monitoramento e acompanhamento de conclusão de metas e da última etapa do contrato. (CZESLUNIAK, 2022, p. 23)

Isto é, apesar das flexibilizações do regime de contratação, os instrumentos responsáveis por formalizar as relações jurídicas entre *startups* e poder público possuem regramento engessado, contando com fiscalização ostensiva prévia, procedimentos escalonados e

acompanhamento executório, o que dificulta um trabalho mais livre e independente que é comum nas *startups*.

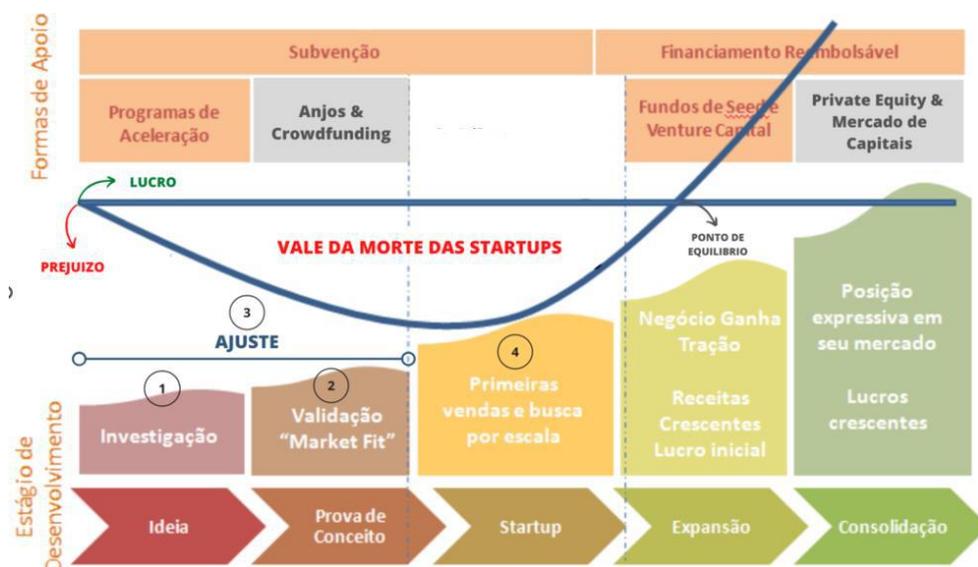
Enfim, tratado estes pontos essenciais, cumpre informar que não foram esgotados todos os assuntos do regime jurídico instituído pelo Marco Legal das *Startups*, isso porque devido a extensão e detalhamento não seria possível tal tratamento sem fugir do escopo do presente. Desta feita, deixando de lado as demais facetas do MLS, no capítulo a seguir, será tratada a figura central do presente trabalho, o investidor anjo.

## 5. O INVESTIDOR-ANJO

Dentre as diversas formas de fomento e incentivo aos investimentos trazidas pelo Novo Marco Legal, chama-se atenção a uma figura: o investidor anjo, o qual nasceu originalmente nos Estados Unidos, durante a década de 1920, período de surgimento dos chamados *angels investors* ou *business angels*, que patrocinavam os shows da Broadway (SPINA, 2011), mas que hoje possuem um protagonismo tão significativo quanto os sócios das *startups*.

Isto porque, ao observar o cenário de escalabilidade de uma *startup*, é possível desprender que existem diversos estágios de seu crescimento, sendo que existem aqueles considerados determinantes para continuidade existencial do negócio, que são a etapa 2 marcada pela validação “*market fit*” e a etapa 4, no qual a empresa busca as primeiras vendas e o busca por escala, conforme Figura 1.

Figura 1- Fases de vida de uma Startup



Fonte: LOVE, 2016.

O especialista Howard Love, em seu livro “The Startup Curve J” (LOVE, 2016), trata bem dessas fases, as denominando de “vale da morte das *startups*”, o qual destaca o caráter dificultoso e crucial que os empreendimentos passam ao entrar nesse lapso. Segundo o mesmo, é nesse momento que fica evidente o estrelismo do investidor-anjo, visto que sua atuação é indispensável para mitigar as dificuldades enfrentadas por essas empresas durante esse período, seja através da injeção econômica, seja por meio da contribuição intelectual (*know how*).

Basta observar a ilustração para verificar que os vetores lucro e prejuízo apenas se encontram após a saída do vale da morte, o que mostra a necessidade antes da tração – que ocorre na 5 etapa – de haver uma reserva capital que possa suportar as dificuldades e percalços, preponderantemente os custos da validação do produto junto ao cliente final.

É exatamente dessa necessidade que surge o caráter central do investidor-anjo, que é a figura responsável por arcar com os ônus do vale da morte (LOVE, 2016). Sem essa peça essencial no suporte dessas empresas, é notável a baixa probabilidade da *startup* continuar “viva”, pois segundo levantamento realizado pelo Núcleo de Inovação e Empreendedorismo da Fundação Dom Cabral (BRASIL, 2014) apenas no Brasil, cerca de 25% das startups morrem no primeiro ano de “vida”, e, pelo menos 50% delas já estão “mortas” até o 4º ano de vida, em razão de dificuldades financeiras e a inexperiência negocial.

Por isso, o próprio termo “Anjo” remete e induz a sua finalidade máxima, o qual não se consubstancia somente em ter alguém que forneça capital necessário para o negócio, mas também para compartilhar experiências, aconselhando e apoiando os empreendedores no momento mais difícil enfrentado por uma *startup*, o vale da morte, conforme ensina Amanda Prado de Matos:

Pode-se dizer que talvez a expertise inerente à pessoa do investidor pode ser tão relevante (se não mais) que a destinação de capitais às startups, pois é embasado o conhecimento que emerge também maior chance de alavancar o crescimento das empresas. (MATOS, 2019, p. 34)

Eduardo Pimenta especifica como essa função ocorre (PIMENTA, 2021). Em suma, o autor afirma que o investidor-anjo, em regra, é um empreendedor com experiência no mundo empresarial, no qual atua como mentor, aconselhando os empreendedores sobre estratégias de negócios, desafios operacionais, marketing e estruturação organizacional, bem como trazem sua experiência para a mesa, ajudando a evitar erros comuns e fornecendo *insights* valiosos que podem ajudar as *startups* a crescer e se desenvolver com mais eficácia.

Além disso, os investidores-anjos, frequentemente, abrem suas redes de contatos pessoais e profissionais para as *startups* em que investem, apresentando-os a potenciais parceiros de negócios, clientes, investidores adicionais e outras pessoas influentes no setor, sendo que essa expansão do *network* pode abrir portas importantes e criar oportunidades para as *startups* se conectarem com as pessoas certas.

Em resumo, um investidor-anjo desempenha um papel crucial no ecossistema de *startups*, fornecendo não apenas capital, mas também orientação, conhecimento e conexões valiosas para ajudar as empresas a crescer e ter sucesso. Logo, não é razoável tratar essa figura como “auxiliar”, haja vista que na visão do advogado especialista, Bruno Feigelson:

[...] a presença de investidores-anjo em uma startup tende a oferecer maior segurança e confiabilidade no processo de tomada de decisões, de forma a ser mais atrativo para o mercado (novos investidores e até mesmo clientes) quando aquela startup está apoiada por um investidor-anjo que seja um indivíduo de renome[...] (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 57).

A atuação dessa espécie de investidor não se limita a ajudar diretamente a *startup* através de aporte financeiros e conhecimento comercial (*know how*), mas ultrapassa esse pensamento, indiretamente, a entrada de um investidor-anjo de grande peso influi diretamente em como o mercado, as instituições financeiras e de fomento enxergam a empresa.

O maior exemplo desse efeito indireto pôde ser observado durante a transmissão do Programa Shank Tank Brasil, que é voltado ao público empreendedor, no qual em um dos episódios semanais fora apresentado pelo empreendedor Gabriel Farrel a franquia de pizzas “Borda e Lenha” situada no estado do Rio de Janeiro, o qual tinha como diferencial a forma de preparo da massa pizza e a possibilidade do cliente montá-la da forma que bem entender.

O ingresso do empreendedor de grande renome como investidor-anjo, José Carlos Semenzato, fundador da microlins, odontocompany, espaçolaser, oakberry e instituto embelleze, fez total diferença na guinada do negócio, a *startup* Borda e Lenha ao ser apresentada no referido programa encontrava-se exatamente no vale da morte (LOVE, 2016), em que precisava tanto de aportes financeiros para manter a produção, como a condução dos negócios por alguém experiente.

O ingresso do Semenzato, como investidor-anjo, não apenas serviu para mitigar os problemas que a *startup* estava passando, como teve papel crucial em torná-la uma rede de franquia, que passaram a serem comercializadas em todo o Brasil, afinal o empreendimento contava com a presença e o auxílio de um dos maiores investidores do país.

Por isso, frisa-se sempre na importância deste dentro do ecossistema do empreendedorismo como um todo, o que reverberou na escolha do investidor-anjo para ser estudado e investigado no presente. Entretanto, urge mencionar que essa figura não pode ser confundida com outras funções. Quando se trata do ponto de vista negocial, infere-se que o investidor-anjo ocupa uma posição inicial de “mentor” da empresa, nunca de sócio ou administrador.

Nesse diapasão, não se pode ignorar o fato de que nem todo investidor-anjo será um *smart money*, que é nos moldes do Relatório de Empreendedorismo do SEBRAE:

A expressão serve para descrever os investidores que não irão aportar somente capital, mas que também serão um diferencial importante para a startup. Eles costumam trazer forte experiência no mesmo mercado em que a startup atua, contribuem com insights importantes sobre o modelo de negócio, complementam o time com conhecimento em uma área crucial para a empresa, apresentam histórico de investimento na área, têm um forte networking junto aos clientes potenciais. Muitas vezes, estes investidores apresentam uma combinação de vários desses fatores em menor escala, mas são fortes o suficiente para acelerar bastante o projeto. [...] Tudo isso não significa que o investidor estará presente no dia a dia da startup, mas sim que ele pode sempre ser consultado sob demanda e trazer insights que façam diferença ao longo da jornada do projeto. (SEBRAE, 2022, p.2)

Ou seja, não é um padrão que todo investidor atue diretamente no desenvolvimento do negócio, o mais comum é que haja tão somente o aporte financeiro que auxilia de forma significativa no tracionamento da empresa, fato que não retira a importância dos investidores-anjo, levando em consideração que estes, conforme fora repisado anteriormente, desempenham um papel fundamental em contribuir com muito mais do que apenas recursos financeiros para a *startup*, agregando conhecimento.

Vale ressaltar que essa modalidade atua como um impulso inicial para o empreendedor, fornecendo orientação estratégica, compartilhando suas próprias experiências e oferecendo *insights* sobre o mercado e melhores práticas, então tem seu valor único.

## **5.1. TRATAMENTO GERAL NA ORDEM JURÍDICA**

Feitas as considerações acerca da importância negocial dessa figura na alavancagem e no crescimento das *startups*, é de grande relevância chamar atenção que até a edição do MLS, essa figura era tratada de maneira descentralizada, no qual não existia um consenso sobre sua conceituação e igualmente não se encontrava base jurídica que se delimita o tratamento do investimento realizado por esses terceiros, como bem relata Santos, Tonetti e Monteiro, à época:

(...) o principal gargalo jurídico para o fomento desse segmento do mercado encontra-se na ausência de um instrumento jurídico que confira, com solidez e possibilidade de

multiplicação, ao investidor e ao investido a devida segurança jurídica e enseje menores impactos tributários. (SANTOS et al. 2017, p. 19).

A insegurança jurídica era tamanha que apenas com a edição do Marco Legal das Startups, ficou definido o que seria essa figura, ou melhor, quem poderia ser investidor-anjo à luz da legislação brasileira. Pois bem, o art. 2º do MLS trouxe em sua disposição tal definição, o qual compreende este como sendo uma pessoa física ou jurídica que realiza investimentos financeiros em empresas nascentes e de alto potencial de crescimento, as chamadas startups.

Em suma, esses investidores anjos desempenham um papel fundamental no ecossistema empreendedor, fornecendo capital e expertise para impulsionar o desenvolvimento dessas empresas. Sendo que este é caracterizado por aportar recursos financeiros próprios em startups em estágios iniciais, geralmente nos estágios pré-seed e seed.

Isto é, do texto legal, infere-se que esse o investidor-anjo, em regra, pode ser tanto pessoa física como pessoa jurídica, o qual não integra a empresa de inovação e não possui nenhuma prerrogativa de direção empresarial, muito menos de poder diretivo. São indivíduos que fazem apostes financeiros em troca de uma contrapartida, sem que isso configure, necessariamente, o seu ingresso na estrutura societária da empresa.

Nota-se que a Lei Complementar 182/2021 é ostensiva e clara ao prever que os aportes realizados por esses terceiros podem ou não estar relacionado ao capital social da *startup* objeto do investimento, dado o que dispõe seu art. 5º.

Do mesmo, foi objetiva em alterar a Lei Complementar nº 123/2006, que trata dos regimes jurídicos das microempresas, para compatibilizá-la ao MLS para passar a prever a possibilidade do investidor-anjo não necessariamente compor o quadro societário da *startup*, no qual está aportando.

Na mesma vertente, foi cirúrgica ao passar a permitir que fundos de investimentos possam ocupar a posição de investidor-anjo, em que pese sua estrutura peculiar. Valendo comentar este ponto, como uma grande vitória no âmbito do MLS, tendo em conta que a abertura dessa modalidade para diferentes formas empresariais corrobora para que o número de investidores aumente no país, o que faz com que o dado da Fundação Dom Cabral (BRASIL, 2014) tenha um desdobramento menos gravoso nos próximos anos, em que diminui o número de empresas que “morrem” no vale da morte. Segundo Eduardo Pimenta:

Estes fundos se chamam Fundos de Investimento em Participações (FIP) e são regulamentados pela Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016. Na terminologia adotada no mercado, são divididos em fundos de *seed capital*, fundos de *venture*

*capital* e fundos de *private equity*. A ideia destes fundos é captar recursos de pessoas físicas ou jurídicas para, através de um gestor especializado, com amplo conhecimento no mercado, realizar determinado investimento em determinada startup. (PIMENTA, 2021, p. 86)

Ou seja, os Fundos de Investimentos são conglomerados de pessoas físicas e jurídicas, que possuem uma administração especializada, que seleciona participações que podem ser adquiridas na forma de ações, debêntures simples, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários que sejam conversíveis ou permutáveis em ações. Nas palavras do referido Eduardo, os fundos *seed capital* são:

Fundo *seed capital*, ou capital semente, é uma forma de investimento feita pelo fundo em startups em estágio inicial. Neste tipo de investimento, a startup, ainda está em uma fase pré-operacional. Assim, o valor investido pelo fundo de investimento é usado para que a startup possa suportar as despesas iniciais da startup, auxiliar no desenvolvimento do MVP<sup>4</sup>, realizar pesquisas de mercado e desenvolver um plano de negócio, até que a startup se torne sustentável. (PIMENTA, 2021, p. 88)

Já os fundos de *venture capital* e *private equity* são definidos:

*Venture capital* e *private equity* são fundos que fazem a captação de recursos de investidores e, através de um gestor, que gerencia e direciona os investimentos, aplicam em startups que tenham uma boa estrutura e já estejam inseridas no mercado. Ou seja, para receber um investimento de um fundo de *venture capital*, a startup precisa ter um modelo de negócio desenvolvido, comum a carteira de clientes, demonstrando ser ter uma empresa escalável e viável. Basicamente, a aplicação é feita para a empresa que já cresceu, aperfeiçoar ainda mais seu produto ou serviço e seguir expandindo, mas de forma acelerada. Quanto ao *venture capital* (ou capital de risco), é aquele fundo de investimento que tem como alvo startups que, mesmo um pouco consolidadas e já inseridas no mercado, ainda estão em desenvolvimento e precisam de recursos para capital de giro, *marketing*, instalações, estruturação, etc.

As *startups* ainda não atingiram o estágio de pleno desenvolvimento. Caracteriza-se pelo grande risco no investimento, risco este que se dá pela aposta em empresas cujo potencial de valorização é elevado. Os fundos de *venture capital* seguem a seguinte lógica: quanto maior o risco, maior o retorno. O valor investido nas *startups* pelos fundos de *venture capital* costuma girar entre R\$ 5 milhões e R\$ 30 milhões. Destaca-se que o fundo de *venture capital* difere do *investidor-anjo*, principalmente, quanto à origem dos recursos captados, o valor do investimento e o estágio da *startup* investida. Quanto aos fundos de *private equity*, estes investem em startups que já estejam em um estágio avançado, isto é, já estejam maduras, completamente desenvolvidas, com o produto consolidado, predominância no mercado, tenham fluxo de caixa, etc. (PIMENTA, 2021, p. 89)

No mesmo diapasão, o MLS acertadamente passou a caracterizar essa figura, no seu art. 61-A, trazendo à tona, taxativamente, nuances relevantes acerca do investidor-anjo, o qual estabelece que este não apenas está fora da estrutura societária da *startup*, como possui um regime diferenciado de responsabilização civil, e, institui um limite temporal de recebimento das remunerações de seus aportes.

Outrossim, salienta-se que o MLS também alterou outras disposições da Lei Complementar nº 123/2006, que tratam dessa figura no que tange ao pagamento de suas

remunerações. Afinal, a finalidade principal de um anjo aportar financeiramente em uma empresa *startup*, é, por óbvio, um retorno financeiro maior.

Assim, o MLS determinou a inclusão do art. 61-A, §6º na Lei Complementar nº 123/2006, para tratar especificamente sobre a forma como se dará a remuneração desses investidores no âmbito das microempresas.

No qual pode ser de duas formas, a primeira através do contrato de participação, em que os sócios da *startup* decidem, contratualmente, definir sobre os períodos que ocorrerão a remuneração desse investidor, não podendo essa remuneração perdurar por mais de 05 (cinco) anos. A segunda por meio de conversão de seu aporte em aporte de capital na *startup*, no qual se possibilita que esse terceiro ingresse na estrutura societária da *startup*.

Ato seguinte, com base no §5º do artigo 61-A, é importante ressaltar outro ponto relevante: o aporte realizado por um investidor-anjo não pode ser considerado para efeitos de classificação como microempresa ou empresa de pequeno porte, não havendo qualquer impacto na classificação destas nesses termos.

Valendo lembrar que, a partir das regras vigentes a partir de 2018, uma microempresa é definida como aquela cujo faturamento é inferior a R\$ 81.000,00, enquanto uma empresa de pequeno porte possui faturamento superior a R\$ 360.000,00 e inferior a R\$ 4.800.000,00. Caso haja qualquer aporte de investidor-anjo em *startups* que se encontram nessa faixa de faturamento, este não será considerado.

Não obstante, outra nuance desse novo regime jurídico relaciona-se a previsão do direito de resgate desse investido-anjo, no qual se funda no direito deste de optar por reaver os investimentos realizados na *startup*, colocando um fim à sua relação de investimento junto a empresa, quando não há qualquer interesse em continuar contribuindo com o crescimento da *startup*. Tal direito passou a ser previsto no parágrafo 7º do artigo 61-A da Lei Complementar nº 123/2006.

Por fim, a última nuance geral sobre o tratamento dessa figura no âmbito do MLS que merece atenção encontra-se no art. 61-C abaixo, em que prevê o caso de venda do negócio para um terceiro, no qual apregoa que o investidor anjo terá direito de preferência para aquisição da participação societária ou, ainda, se preferir, poderá optar pela venda conjunta, mais conhecida como *tag along*.

## 7.2 OS MECANISMOS DE INGRESSO DO INVESTIDOR-ANJO

Desse modo, feitas as considerações gerais sobre o regime jurídico do investidor-anjo à luz do MLS, serão tratadas a partir deste momento, os aspectos mais importantes dentro desse regime diferenciado, os quais serão utilizados para responder à questão problema do presente: se o regime jurídico da Lei Complementar nº182/2021 é de fato um avanço ou retrocesso em relação à figura do Investidor-Anjo.

De plano, é inegável a importância do art. 5, §1º, do MLS para a realidade do investidor-anjo no país, tendo em vista que a função desse rol de instrumentos elencados pela Lei não serve apenas como uma mera sugestão de como formalizar a relação jurídica entre a startup e o investidor, mas sim como uma forma de conceder segurança jurídica para essas figuras.

Rememora-se que antes desse normativo ser editado e publicado, o que se tinha era um “mar” de incertezas sobre o ingresso de um terceiro nessa posição de investidor-anjo, pois os empreendedores, e até mesmo o Estado, não sabiam como formalizar essa relação. Não havia uma determinação legal que fosse objetiva suficientemente ao ponto de formalizar as formas contratuais cabíveis.

Quando a MLS passou a prever o seguinte em seu art. 5º, as espécies contratuais adequadas, tudo mudou. É como se o investidor tivesse validado pelo poder público o seu ingresso na função de anjo da *startup*. Essa disposição é um dos maiores avanços dentro desse normativo, haja vista que traz a segurança jurídica para dentro da realidade das startups. Afinal, fazendo uma comparação prática, nenhum indivíduo em sua consciência compraria um carro, sem que houvesse na legislação a previsão de que o recibo é comprovante da compra, bem como da quitação daquela obrigação

Levando em consideração que esses instrumentos são as formas típicas de entrada de um investidor-anjo, cumpre-nos a estudar cada espécie contratual dessas, de modo a compreender como funciona a lógica destas e a entrada desse terceiro no negócio.

A primeira espécie é o contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa, que visa garantir ao investidor o direito/opção de adquirir participação societária na *startup*, a partir de um valor pré-fixado ou ao menos uma forma de definição de valor pré-determinada (SILVA FILHO, 2021).

Segundo Emanuel (SILVA FILHO, 2021), na grande parte dos casos, as opções não preveem um pagamento antecipado, contudo é plenamente viável que existam serviços

atrelados à opção de compra para justificar a própria existência do instrumento. Cumpre notar que esse instrumento é considerado como um contrato atípico, uma vez que não há no ordenamento jurídico brasileiro regramento específico para esse tipo de contrato, assim, o mesmo é regido pelas normas do Código Civil de 2002.

Ocorre que, em que pese ser atípica, essa espécie já foi mencionada no art. 168, p. 3º da LSA, bem como na IN 223/94 da CVM aplicáveis às sociedades por ações de capital aberto, desse modo, chegasse à conclusão de que esse instrumento é um contrato nominado (SILVA FILHO, 2021).

Em palavras simples, esse tipo de contrato se consubstancia na idéia de que o titular da opção deve pagar um valor para exercer o direito de compra (caso opte pela compra) e, também, posteriormente, deve desembolsar o valor efetivo da participação societária que está comprando, ou seja, há o valor pago a título de exercício e o valor pago pela participação.

De maneira semelhante, encontra-se o contrato de opção de compra (segunda espécie), o qual a lógica difere apenas no que se refere ao sujeito passivo da obrigação, em comparação com o contrato de opção de subscrição. No contrato de opção de compra, o direito de exercício recai sobre os sócios (fundadores da empresa), enquanto o detentor do direito de compra adquire quotas da sociedade pertencentes a esses sócios, que, por sua vez, são obrigados a vendê-las. Nesse caso, não é necessariamente emitido um novo conjunto de quotas.

No contrato de opção de subscrição, em outra ponta, a subscrição é exercida diretamente contra a própria sociedade. Ao exercer a opção, a sociedade é obrigada a emitir novas quotas, que serão então subscritas pelo titular da opção. No entanto, é bastante comum na prática que os sócios/fundadores também assinem como intervenientes anuentes, tornando-se coobrigados solidários nessa obrigação.

A outra forma de ingresso é através de debênture conversível, o qual é um tipo de título de crédito que confere a garantia ao investidor do direito de reaver o valor corrigido por um índice de reajuste pré-determinado (SILVA FILHO, 2021). Manifesta-se como uma maneira das empresas buscarem investimento no mercado privado sem ter de recorrer a financiamento bancário. O referido destaca que esse instrumento é popularmente utilizado pelas Sociedades Anônimas.

Isso porque, esse título possui fundamento no art. 52 da LSA e tem natureza jurídica de valor mobiliário, conforme prevê o art. 2º da Lei n.º 6.385/76, o que confere a seus titulares

direito inequívoco de crédito contra a companhia, que são conversíveis em participação acionária nas condições constantes da escritura de emissão.

Estes são denominados de "conversíveis" porque têm a característica de poderem ser convertidas em ações da empresa emissora em determinadas condições e prazos estabelecidos. Um investidor que adquire uma debênture conversível, detém um título de dívida que oferece um rendimento fixo, geralmente na forma de juros periódicos, durante o prazo de vigência, e, pode utilizar-se desse título para ingressar na sociedade, desde que atenda a taxa de conversão e as condições para a conversão que são previamente estabelecidas no contrato de emissão das debêntures (SILVA FILHO, 2021).

A quarta modalidade é a mais prevalente entre as demais e é conhecida como contrato de mútuo conversível em participação societária. De maneira simplificada, o mútuo conversível é um instrumento pelo qual uma startup recebe um "empréstimo" do investidor com a expectativa de reembolsar esse valor por meio de participação societária ou devidamente corrigido, sendo sempre preferível buscar o pagamento por meio de participação societária.

Na definição feita por Reis:

O contrato de mútuo conversível em participação societária, como o próprio nome leva a crer, é um instrumento híbrido, formalizado por meio de um contrato particular de mútuo (ou seja, empréstimo de coisa fungível), no qual há a possibilidade de o investidor optar por, ao invés de receber de volta o valor investido, receber uma participação societária da startups para a qual fez o empréstimo. (REIS, 2018, p. 93)

Nas palavras de Feigelson, Nybo e Fonseca (2018) definem ser tal modalidade de investimento: [...] um título híbrido, que agrupa certos direitos de dívida (debt) com outros de participação (equity). (FEIGELSON, 2018, p. 135)

Destaca-se que essa forma de investimento é amplamente adotada por investidores-anjo, uma vez que, após um prazo determinado ou o cumprimento de condições estabelecidas contratualmente, abre-se a possibilidade de o investidor se tornar parte dos quadros societários da empresa, especialmente se o empreendimento obtiver sucesso.

Emanuel (SILVA FILHO, 2021) defende que existem elementos que diferenciam o contrato de mútuo conversível em participação societária feito por investidores-anjo em startups de um típico contrato de mútuo. Segundo ele, o mútuo conversível não se trata apenas de um contrato de mútuo com opção de conversibilidade, mas de um contrato que prevê a exigência de transformação *da startups* em sociedade por ações, voto afirmativo em determinadas

deliberações, regras aplicáveis às rodadas subsequentes de investimento e possibilidade de conversão da dívida em participação societária nas hipóteses contratualmente estabelecidas.

A quinta espécie de ingresso é a aquela que ocorre através da estruturação de sociedade em conta de participação, denominada popularmente como SCP. É um tipo específico de contrato de sociedade em que existe uma divisão de responsabilidades entre os sócios.

Segundo Fábio Ulhoa (COELHO, 2022) a Sociedade em conta de participação é uma sociedade não personificada, ou seja, não possui personalidade jurídica própria, sendo formada por dois tipos de sócios: o sócio ostensivo e o sócio participante. Entende-se o sócio ostensivo como ponto focal na função de representar a sociedade perante terceiros, realizando negócios e assumindo obrigações, sendo o agente que assume exclusivamente a responsabilidade ilimitada pelas dívidas e obrigações sociais.

Quanto ao sócio participante, tem-se que sua postura é um pouco adjacente. O mesmo contribui apenas com recursos financeiros, não tendo quaisquer poderes de representação e muito menos responsabilidade acerca das obrigações e deveres contraídos junto a terceiros. Essa espécie de sócio se limita a participar do lucro/perda da sociedade, nos moldes do que apregoa o seu instrumento contratual de ingresso.

Nesse sentido, o mesmo ressalta que essa modalidade de ingresso é bastante usual quando existe um investidor, como é o caso do investidor-anjo, que tem vontade de investir no negócio, contudo não quer adquirir responsabilidades envolvendo a gestão da empresa e as obrigações inerentes a atividade empresarial. É exatamente uma forma de obter uma renda sem ter que se envolver no funcionamento da companhia.

Ato seguinte, essa modalidade ainda é conhecida pelo seu caráter flexível que comporta modulações para cada interesse. Através do instrumento que constitui a relação é possível definir todos os detalhes acerca dos sócios, seja ele ostensivo ou participante. Por essa razão, é muito usual o investidor-anjo ingressar por essa forma, já que as partes podem estabelecer o regramento que irá reger a relação societária.

A sexta e última modalidade é o contrato de investimento, que tem previsão no próprio MLS, a qual resultou da modificação realizada na Lei Complementar 155/2016, que introduziu os artigos 61-A a 61-D na Lei Complementar 123/2006. Emanuel (SILVA FILHO, 2021) em sua obra destinada a esses instrumentos contratuais de investimentos, ressalta que nesse tipo de contrato o objetivo é incentivar atividades de inovação e investimentos produtivos.

Esse tipo de investimento pode ser realizado por pessoas físicas, jurídicas (Art. 61-A, § 2º) ou fundos de investimento (Art. 61-D) em microempresas ou empresas de pequeno porte (Art. 61-A, caput). Sendo que o principal benefício do investimento por meio desse contrato é que os valores investidos pelo investidor-anjo não serão considerados receitas ou aportes de capital na sociedade, conforme explicado no capítulo antecedente.

Basicamente, para celebrar essa modalidade de contrato, é necessário cumprir os requisitos estabelecidos pelo LC competente, quais sejam (SILVA FILHO, 2021): i) ter o prazo máximo de 5 anos para a remuneração dos investimentos realizados; ii) estipular uma remuneração não excedente a 50% dos lucros obtidos; iii) prever o direito de resgate do valor investido de, no mínimo, 2 anos a contar da data de celebração do contrato, o que proporciona certa segurança ao empreendedor; iv) vedar a participação do investidor na administração da sociedade.

Por fim, acerca da última modalidade “outros instrumentos de aporte de capital”, infere-se do texto legal que o legislador preferiu dar abertura para que os sócios das *startups* e os investidores-anjos pudessem negociar elementos em um instrumento contratual para além dos previstos anteriormente, do que fechar essa possibilidade.

É claro que essa abertura faz com que se retome a estaca zero no quesito segurança jurídica, entretanto cabe dizer que o ambiente empreendedor deve sempre priorizar a possibilidade dos agentes envolvidos de terem a liberdade de decidir, mesmo que seja em desfavor de sua própria segurança e estabilidade jurídica, visto que esse tipo de inclusão evita a interpretação de rol taxativo no que diz respeito aos contratos de investimento em startups.

Além disso, é importante observar que o mercado está em constante evolução, e novos mecanismos surgem periodicamente, como é o caso das Special Purpose Acquisition Companies (SPACs), que estão sendo utilizadas nos Estados Unidos e em breve devem começar a surgir no Brasil.

No entanto, insta salientar que quando a lei exemplifica alguns instrumentos possíveis, o mercado pode se orientar por essas formas, reduzindo o risco de surgimento de novas práticas exclusivas do país, o que traz mais segurança jurídica e agilidade para esse tipo de operação. Por isso, segundo dados levantados por Emanuel Filho, especialista em contratos de investimentos, o instrumento mais utilizado hoje pelos investidores-anjos no país é um dos itens desse rol, o item IV que é o contrato de mútuo conversível, veja:

Com base nos dados apresentados, bem como na doutrina analisada, faz sentido concluir que o investimento em startups (considerando a fase inicial do seu ciclo de vida) é realizado majoritariamente por meio de contratos conversíveis. Dentre essas modalidades contratuais, (i) o mútuo conversível é predominante entre os investidores-anjo; (ii) a opção de compra tem utilização relevante entre as aceleradoras; (iii) o AFAC tende a ser mais utilizado por FFF; e (iv) o contrato de participação ainda não demonstra inserção relevante no ecossistema das startups. É possível afirmar, ainda, que a tese de investimento-anjo é caracterizada pela necessidade de realização do retorno do investimento em prazo relativamente curto, por meio de um mecanismo de saída, que se materializa, de modo geral, pela venda de participação societária. O retorno do investimento mediante distribuição de dividendos não é uma possibilidade relevante considerada pelo investidor-anjo para recuperação de seu investimento. (SILVA FILHO, 2018, p. 112)

### 7.3 TRATAMENTO JURÍDICO PÓS-INGRESSO

Apesar do caráter benéfico, de estabilidade e segurança jurídica que o rol de espécies contratuais concedeu a essa figura central, existem aspectos que não foram adequadamente abordados pelo Marco Legal das Startups (MLS) após esse ingresso.

O principal desses aspectos é, sem dúvida, a questão tributária envolvendo o investidor-anjo, que era amplamente esperada para ser tratada pelo referido marco regulatório, uma vez que poderia tornar os investimentos em *startups* mais atrativos do que outras práticas populares do mercado.

No entanto, constata-se que o legislador se absteve de flexibilizar as regras tributárias para incentivar a consolidação das *startups*. Por exemplo, se uma *startup* optar por adotar a forma de sociedade anônima, ela não poderá se beneficiar do regime do Simples Nacional, que reduz e simplifica a tributação das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte. Isso significa que os benefícios de governança e acesso ao mercado de capitais decorrentes do modelo das companhias podem não compensar as respectivas onerações tributárias.

Também é evidente que a legislação deixou de lado qualquer forma de beneficiar os *stakeholders* do empreendedorismo, seja os sócios, seja o investidor-anjo, levando em consideração que não houve qualquer alteração e/ou inclusão de benefícios fiscais, sendo que a verdade é que os *players* esperavam ao menos a previsão de alíquotas diferenciadas e a possibilidade de compensação tributária ou ao menos, um crédito fiscal para determinadas atividades inovadoras.

Entretanto, não foi isso que aconteceu. A veracidade dos fatos foi que o MLS se dedicou a apenas manter um regime tributário menos oneroso para as microempresas e empresas de pequeno porte, as quais já possuíam um regime vantajoso em relação às demais, concedendo a essa modalidade a possibilidade de não desenquadrar do regime tributário vinculado ao simples

nacional, em razão de aportes do investidor-anjo que não serão levados em consideração para esse fim.

Acompanhando todo o lapso histórico e as discussões legislativas acerca do teor do MLS, de fato, é decepcionante perceber que ao contrário do que foi discutido no Projeto de Lei 146/2019, que deu origem à LC 182/2021, não houve qualquer disposição que trate desse assunto tão sensível e importante para a existência e manutenção de empresas *startups*. O mercado regulado ficou inteiramente surpreso quando descobriu que toda as discussões foram em vão.

Tanto a companhia e os sócios, como o investidor-anjo, foram deixados de “escanteio” e tiveram sequer uma norma orientadora no marco legal que deixasse em aberto para que os entes da federação pudessem regular nos moldes de suas competências, fomentando o mercado de investimento de todo o país. Apenas permitiram a proteção do desenquadramento das micro e pequenas empresas e deixaram de lado qualquer redução de alíquota de imposto de renda ou de outros impostos.

Destaca-se, de igual modo, que não esta-se-á criticando apenas o tratamento tributário para as *startups* que não se enquadrem nos moldes da Lei das Micro e Pequenas Empresas, mas sim ao tratamento fiscal comum todo, visto que o regime do Inova Simples não foi e nunca será capaz de atender à expectativa do mercado empreendedor na forma como está, pois isso demanda a criação de incentivos para injetar capital em empresas, com uma carga tributária irrelevante.

O MLS apesar de ter sido tanto esperado, de longe não conseguiu comprovar para o que estava sendo feito, exceto pela clara proibição de que as empresas constituídas na forma de *startups* não possam optar pelo recolhimento de impostos e contribuições abrangidos pelo Simples Nacional em valores fixos (SIMEI), conforme o inciso V do § 4º do artigo 18-A da Lei Complementar 123/2006.

Na perspectiva fiscal, é importante ressaltar que o Brasil deu seu primeiro passo na tentativa de modernização da legislação com a edição da Lei Complementar nº 155 de 2016 - Lei do Investimento Anjo, na qual buscou aproximar o cenário nacional de investimentos e empreendedorismo de inovação ao panorama global das empresas, mas que não conseguia sozinha regular todo o ambiente regulado destinado ao investidor-anjo.

Em suma, esse normativo previu uma nova forma de ingresso dos anjos nas startups, através de um instrumento chamado Contrato de Participação, que se resume a formalizar a relação do investidor-anjo que deseja fazer uso das prerrogativas de terceiros não pertencentes a estrutura societária e ao mesmo tempo participar dos resultados da companhia.

No âmbito desse instrumento podia ser estabelecido um prazo mínimo ainda maior para a retirada do investimento. Isso proporcionou um equilíbrio significativo entre a empresa e seus potenciais investidores. No entanto, mais uma vez, a legislação brasileira contrariou as recomendações de estudos especializados no país ao publicar, em 21 de julho de 2017, a Instrução Normativa nº 1719 da Receita Federal do Brasil, que regulamentou a tributação sobre o aporte de capital do Investimento Anjo.

Essa instrução, na época em que foi publicada, foi alvo de muitas críticas do setor empresarial especializado, inclusive de organizações pioneiras no investimento anjo no país como a Startupi e o Anjos do Brasil, principalmente dos fundos de investimento privados e pessoas físicas que possuíam interesse em realizar aportes constantes em *startups* como meio de diversificar sua cartela de investimentos,

Visto que, segundo Eduardo (PIMENTA, 2021), a tributação trazida sob o Contrato de Participação foi de uma alíquota regressiva entre 22,5% (vinte dois e meio por cento) e 15% (quinze por cento), de acordo com o Prazo do Contrato de Participação, sendo utilizada como base de cálculo a diferença positiva entre o valor do resgate e o valor do investimento inicial realizado.

É evidente que esse tipo de tributação praticamente afastou os principais apoiadores dos investimentos em startups, que poderiam trazer um volume maior de recursos. Com alíquotas tão elevadas, o investimento em startups, que já é de alto risco, tornou-se muito pouco atrativo para esses investidores de renome.

Mesmo que a *startup* venha a obter lucro, o valor final recebido pelo investidor seria significativamente reduzido, às vezes em mais de um quinto do montante investido. Isso levou os investidores a buscarem outras formas de investimento, com maior liquidez e menor risco, que poderiam oferecer o mesmo retorno financeiro dentro do mesmo período de duração de um Contrato de Participação.

Outrossim, outro ponto em relação à questão fiscal está estritamente relacionado com diferenciação feita pela Lei Complementar 182/2021, que distinguiu dois tipos de investidores:

a) o investidor inserido nos instrumentos de investimento do artigo 5º, pessoa física ou jurídica que destina os recursos aos negócios inovadores, apoiando as startups com conhecimentos e experiências relacionadas ao negócio e contribuindo para o seu sucesso,

b) do investidor que integra formalmente os quadros da sociedade (sócio investidor), atribuindo-lhes, assim, diferentes responsabilidades sob o aspecto tributário. (PIMENTA, 2021, P. 43)

Ao primeiro tipo de investidor foi estabelecido que o seu patrimônio pessoal seja resguardado, não respondendo pelas dívidas tributárias da empresa. Acerca do segundo tipo de investidor, na qualidade de sócio, recairá a responsabilidade solidária pelos débitos tributários da sociedade.

O investidor-anjo ganhou certa proteção especial em relação às dívidas tributárias da *startup* em que tenha investido, visto que o dispositivo legal que define que o mesmo não será responsabilizado por qualquer dívida da empresa (§4º do artigo 61-A da Lei Complementar 123/2006). Mas essa “proteção” não é suficiente para atrair terceiros para o negócio, pois apenas diminui o risco do aporte, mas não garante vantagem alguma.

Sendo importante frisar que essa “proteção” ainda é um tanto perigosa, porque é apenas assegurada quando restar comprovado a existência de dolo, fraude ou simulação do investidor com envolvimento com a empresa ou que dela participe como sócio ou administrador. A omissão da MLS e insignificância da Lei do Investimento Anjo mostram que, sob a ótica fiscal, a figura do investidor-anjo é extremamente enfraquecida e estes normativos não corroboram para qualquer aumento no incentivo desse tipo de investimento no país.

Por isso, entende-se que a questão fiscal é um dos aspectos de desestímulo da presença dessa figura no mercado brasileiro, já que a forma de tributação não é apenas insuficiente como é também quase que inexistente:

As críticas a que faz menção Eduardo Moretti são decorrentes de o mercado ter entendido que a tributação aplicada é muito elevada para um investimento de alto risco. Além disso, havia a expectativa de que a participação periódica nos resultados da sociedade seria isenta de tributação, como no caso do recebimento de dividendos o que não ocorreu. Essas têm sido as principais razões pelas quais os investidores têm considerado desinteressante o investimento por meio do contrato de participação. (REIS, 2018, p. 116)

Seguindo adiante, em que pese estar diante de um sistema de freio e contrapeso até o momento, acerca da situação do investidor-anjo no MLS, em que os mecanismos contratuais são iniciativas significativas e sinal de progresso, enquanto o regime de tributação é um regresso ao que se esperava, chega-se a um ponto específico que corrobora com o entendimento de que o MLS, apesar de ser uma legislação inovadora, peca em muitos aspectos e ainda precisa ser

alterada para atender aos interesses do mercado empreendedor principalmente após o ingresso dessa figura para a realidade das startups.

A responsabilidade civil do investidor-anjo está prevista no art. 61-A, §4º, II, do MLS, o qual dispõe que investidor anjo não responderá por eventuais dívidas da *startup*, passando a estabelecer na seara da LC 155/2016 uma proteção patrimonial do investidor anjo, por meio da exclusão de sua responsabilidade, como um mecanismo que visa cumprir o objetivo principal da lei: o incentivo aos investimentos.

Constata-se que essa proteção patrimonial serve para proteger o investidor-anjo de episódios de descon sideração da personalidade jurídica, que é um instituto jurídico voltado para situações de abuso e fraude empresarial que objetivam prejudicar terceiros e burlar de algum modo o ordenamento jurídico, em que os efeitos patrimoniais de reparação alcançam além da empresa, os seus sócios e administradores.

Tais circunstâncias que levam a esse fenômeno são caracterizadas por ações ou omissões que prejudicam credores, violam direitos trabalhistas, evadem impostos e envolvem outras práticas ilegais. Quando há condutas relacionadas a essas possíveis violações, é plenamente possível que um juiz possa descon siderar a separação patrimonial entre a entidade jurídica e seus sócios, tornando-os diretamente responsáveis pelas ações realizadas em nome da empresa.

Nessa toada que se situa o benefício dado ao investidor-anjo, que nessa hipótese goza de isenção de responsabilidade sobre as ações dos sócios e da administração da sociedade, possibilitando que o investidor-anjo até perca o seu aporte, mas que nunca se submeta a qualquer outra forma de responsabilização civil por ônus que os componentes societários da companhia contraíram.

Essa iniciativa e previsão são com toda certeza o ponto alto do regime jurídico atinente à figura do investidor-anjo, pois o resguarda em todo o plano civil, inclusive para fins empresariais, trabalhistas e até consumeristas, pois como se pode ver no ordenamento jurídico brasileiro, o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990) prevê a hipótese de descon sideração da personalidade, quando se verifica dano causado ao consumidor com dolo e ausência de reparação devida (Art. 28).

No mesmo sentido, o Código Civil de 2002 (Lei nº 10.406/2002) trata de igual modo essa possibilidade de descon sideração da personalidade jurídica e a responsabilidade dos sócios e administradores quando da ocorrência de confusão patrimonial entre os bens destes e da

companhia, no qual se beneficiam indevidamente de determinadas prerrogativas da empresa (Art. 50).

Tal dispositivo trata taxativamente as hipóteses nas quais poderá ser requerida a desconsideração da personalidade jurídica por abuso de seu exercício, que se resumem a duas hipóteses: i) quando da ocorrência de desvio de finalidade em relação ao seu objeto social; ou ii) quando da ocorrência de confusão patrimonial entre o patrimônio pessoal dos sócios e o da sociedade.

Já o Código Tributário Nacional (Art. 135, III) não trata especificamente da desconsideração da personalidade jurídica, mas traz a idéia de extensão da responsabilidade obrigacional da sociedade para os administradores e sócios nas hipóteses de abuso e fraude:

Por oportuno, na ótica empresarial, a LSA trouxe da mesma forma que o CTN (art. 117), a ideia de extensão da responsabilidade do controlador e/ou administrador da companhia quando estiver também na ocorrência de ações e omissões de caráter abusivas, excessivas, e, violadoras a Lei e até as próprias normas e diretrizes da companhia.

Na visão da doutrina, a desconsideração da personalidade jurídica trata-se da possibilidade de ser ignorada a exclusividade do patrimônio da empresa:[...]permitindo a imputação da obrigação diretamente ao sócio que praticou o ato fraudulento ou o abuso de direito. (COELHO, 2020, p. 208).

Na visão do ilustre doutrinador Nelson Nery Junior:

Consiste (a desconsideração da personalidade) na possibilidade de se ignorar a personalidade jurídica autônoma da entidade moral sempre que esta venha a ser utilizada para fins fraudulentos ou diversos daqueles para os quais foi constituída, permitindo que o credor de obrigação assumida pela pessoa jurídica alcance o patrimônio particular de seus sócios ou administradores para a satisfação de seu crédito.(NERY JR., 2008, p. 249).

Sendo certo que a ilicitude é verificada quando há inobservância de normas em sentido geral e o abuso de poder é entendido como uma prática de ato aparentemente regular, mas que tem um objetivo oculto irregular e em desconformidade com o padrão de legalidade e razoabilidade, interno e externo à realidade da companhia.

Assim, tem-se que a proteção dada ao investidor-anjo faz total sentido, afinal é justo resguardar aquele que não contribuiu para a ocorrência da ilegalidade/desrazoabilidade, pois a culpa do ato danoso e da confusão patrimonial não veio deste, mas sim de um terceiro que

possui poderes de participar ativamente na sociedade, essa figura de certo não pode ser responsabilizada pelo erro de outros.

De igual modo, a Consolidação das Leis Trabalhistas prevê esse incidente em seu art. 855-A, dispositivo que é encarregado por prever o instituto da desconsideração da personalidade jurídica nos mesmos moldes do aplicado pelo Código de Processo Civil em seu art. 133, caput, o qual institui o procedimento de busca e execução dos bens e ativos dos sócios e administradores responsáveis pelos danos causados dolosamente pela sociedade.

Vale notar que, antes desse instituto surgir no direito brasileiro, era muito comum que os indivíduos constituíssem sociedades para se escusarem da responsabilidade patrimonial, como se a companhia fosse uma forma de blindar o seu patrimônio pessoal, bem como era comum que empresários contratassem diversos trabalhadores no momento da rescisão, fechassem a empresa sem pagar as verbas rescisórias devidas.

Foi apenas com esse instituto que essas práticas se tornaram menos comuns e mais difíceis de serem sustentadas, mas vale dizer que isso ainda ocorre, principalmente quando existe um planejamento societário que blinde o patrimônio. Dificilmente a justiça brasileira consegue chegar aos bens dos efetivos responsáveis, por isso é essencial resguardar não apenas a vítima do dano, como todos os terceiros alheios a prática dessas condutas danosas.

Isso porque, se o MLS não tivesse previsto expressamente a isenção de responsabilidade do investidor, todo e qualquer desses eventos seriam imputados a estes, baseando-se na previsão do art. 187 do CC/02.

Por lógica, se o investidor-anjo aporta capital na sociedade e os sócios vêm a praticar condutas anticoncorrenciais, por exemplo, utilizando-se dos recursos destes e o investidor continua aportando, desconhecendo das práticas ilegais realizadas pela administração da sociedade, o mesmo poderá ser acusado de estar excedendo os limites do seu direito de aportar para estimular o crescimento da empresa, mesmo que de forma anticoncorrencial.

Outrossim, ao analisar o teor dessa proteção a fundo, é possível verificar que não se trata apenas de incentivar e estimular os investimentos nas *startups*, mas é uma proteção lógica feita pelo legislador. Porque se a situação de poderio do investidor-anjo em relação aos sócios é desigual, já que as sugestões e conselhos de um *smart money* podem não ser ouvidas e levadas em consideração pelos administradores, essa proteção patrimonial equaciona a relação.

Se o investidor-anjo não possui direito a voto e seus aconselhamentos não possuem caráter vinculativo, por óbvio, tinha que existir algum mecanismo de proteção para contrabalancear sua ausência de poder decisório e de participação da gestão da sociedade, direta e indiretamente.

Contudo, deve-se rememorar que essa prerrogativa de responsabilização não é ilimitada e irrestrita. Conforme previsto no próprio MLS, existe um limite nessa isenção, que é exatamente quando, de alguma forma, o investidor-anjo se utiliza desse privilégio para realizar fraudes, condutas danosas com dolo e até simulação de investimento. Nesses casos, é terminantemente pacificado que não só o investidor-anjo é responsabilizado, como os sócios e administradores.

Dessa feita, com essa limitação, é passível de considerar o MLS como uma legislação justa quanto ao seu objetivo final em isentar a responsabilidade dessa figura central, porque além de tratar com justeza tal hipótese, como um balanceamento da relação entre investidor e sócios/ administradores, atua com o enfoque ainda maior: em manter o mercado fomentado através de iniciativas estatais como esta, que colocam o investidor-anjo em uma posição confortável para se investir.

Afinal, se não houvesse tais prerrogativas, qual seria a necessidade de investir em empresas pequenas que trazem consigo um risco extremamente alto? Os aportes financeiros são arriscados em regra, mas existem títulos que trazem maior risco em todos os aspectos (responsabilização, tributação, etc.), o que faz com que uma modalidade como esta (investidor-anjo), com todas as suas prerrogativas, ocupe um lugar bem melhor que outros ativos e investimentos.

Sendo certo que são essas prerrogativas que fomentam o mercado empreendedor e ajudarão as *startups*, bem como seus investidores, sócios e funcionários a propiciarem a aceleração do desenvolvimento nacional, através da inovação associada à tecnologia, o que fará com que o Brasil ocupe a posição de notório reconhecimento no mercado internacional, o qual que sempre teve potencial para ocupar.

## **6. A SITUAÇÃO DO INVESTIDOR-ANJO**

A pesquisa dos Anjos do Brasil (BRASIL, 2018), que é uma organização sem fins lucrativos que atua no fomento ao investimento anjo no Brasil, o qual foi fundada em 2011, a organização tem como missão promover o empreendedorismo de alto impacto e conectar

empreendedores a investidores anjos qualificados, traz à tona qual o perfil do investidor-anjo no Brasil, através de uma pesquisa quantitativa, a instituição traçou as principais características que esses terceiros possuem.

Em resumo, a pesquisa trouxe dados importantes que deveriam ser levados em consideração pela legislação, que são: i) 98% dos investidores-anjos do país são homens; ii) A média de idade é de 44,3 anos; e iii) apenas 13% destes se dedicam exclusivamente a função de investidor, cerca de 50% são empresários que possuem seu próprio negócio, 29% são executivos que ocupam o alto escalão de outras empresas, somente 6% são profissionais liberais e 2% possuem outras ocupações.

Isto é, reunindo as nuances mais acentuadas que o investidor-anjo possui no Brasil, entende-se que no país, geralmente, esta figura é um homem, de meia idade próximo aos 40 anos, que possui seu negócio próprio, mas que busca investir em outras empresas para ter para si uma maior rentabilidade e liquidez de seu dinheiro.

Tendo em conta esse perfil, são plenamente compreensíveis as necessidades que esse grupo entende como importantes e indeclináveis para aportarem em empresas recém-nascidas e inovadoras. A própria pesquisa do Anjos do Brasil realizou esse levantamento e concluiu conforme Figura 2.

Figura 2 - Grau de Dificuldades dos Investidores-Anjo no Brasil



Fonte: Anjos do Brasil, 2018.

Os investidores-anjo levam em consideração, antes de qualquer coisa, a carga tributária que vai incidir no aporte realizado. O projeto pode ser bom e extremamente inovador, bem como pode ser amplamente facilitada a entrada e saída deste do negócio, entretanto nada importa mais que a tributação que essa figura vai sofrer ao realizar o aporte.

Tal razão é óbvia. O investidor-anjo ao realizar o aporte, de plano, sente o ônus de investir sem sequer ter certeza sobre um retorno justo e razoável, quando verifica que inexistem qualquer incentivo e ou deferimento de alíquota acerca de seu investimento em *startups*, há uma regressão quanto ao seu desejo de investir.

Esse fato se dá, principalmente, porque o retorno estipulado nos contratos de investimentos entre as *startups* e investidores-anjo são significativos, mas não prevalecem estritamente atrativos quando são analisados sob a ótica fiscal, levando em consideração que a realização do aporte não demanda recolhimento, mas os rendimentos, sim, demandam a incidência do imposto sobre operações financeiras - IOF e o imposto de renda – IR. O investidor “pensa duas vezes” em aplicar seu aporte financeiro em empresas “arriscadas” como são consideradas as *startups*.

Apesar da Receita Federal do Brasil ter editado e publicado a nível infralegal, a Instrução Normativa 1.719/2017, que visa mitigar a carga tributária inerente ao Imposto de Renda para aqueles investidores que permanecerem mais tempo investindo nas *startups*, conforme tabela abaixo:

Figura 3 - Tabela de Imposto de Renda sobre aporte de Investidor-Anjo

<b>Tabela de Imposto de Renda sobre aporte de Investidor-Anjo</b>	
<b>Alíquota</b>	<b>Tempo de Permanência</b>
22,5%	180 dias
20%	360 dias
17,5%	720 dias
15%	Superior a 720 dias

Fonte: BRASIL, 2017

É verificável que essa medida é apenas remediadora e precária para conter a insatisfação do mercado empreendedor, pois a incidência de alíquota de 15% (quinze por cento) sobre o

valor dos rendimentos desse aporte ainda é elevada, principalmente, quando realizamos um cálculo total aferindo a alíquota de IR e IOF (geralmente de 0,38%) sobre toda movimentação.

Em um panorama geral, essa falta de incentivo fiscal sobre os rendimentos desses investimentos desvirtua totalmente os objetivos gerais do MLS, quando o art. 1º, parágrafo único, II, diz que as medidas adotadas pelo normativo têm como objetivo fomentar e incentivar o aumento dos investimentos nessa seara, tal como elevar a oferta de capital. Mas se não os torna atrativo financeiramente, de nada adianta.

Não importa se a Lei estabelece segurança jurídica sobre o ingresso dessa figura na realidade, tão pouco se escusa de responsabilidade civil esse investidor. A verdade é que não importa as condições jurídicas favoráveis que este vai ser submetido, se não houver condições financeiras viáveis na mesma medida.

Não é exagero tratar da questão tributária como um ponto importante e imprescindível para responder se o MLS foi ou não um avanço no tratamento do investidor-anjo no cenário jurídico no Brasil. Se o objetivo da Lei foi apenas instituir um regime jurídico básico para o tratamento das *startups*, então pode-se afirmar que foi um avanço. Mas, se era para ser um normativo revolucionário para o campo do empreendedorismo e inovação no país, entende-se que este foi insuficiente.

Não é um retrocesso, isso é fato, mas não se pode dar o estrelismo como se o MLS tivesse mudado totalmente o panorama jurídico. Após sua publicação, muitos assuntos anteriormente mencionados foram pacificados, como a própria possibilidade dos fundos de investimento poderem ocupar a posição de investidor-anjo, entretanto nem todos os assuntos foram colocados em voga, como esperava-se após tantas discussões quando a temática ainda era objeto de um projeto de lei.

Quando o legislador deixa de fazer o que é certo para evitar uma futura discussão, apenas para proteger a máquina pública de arrecadar mais impostos, fica nítido que o Estado não está atuando da forma que deveria, pois por força constitucional, é dever indeclinável do poder público respeitar capital privado. Não somente isso, mas também incentivar a livre iniciativa (art. 1º, IV, da CFRB/88), promovendo condições que façam o mercado de bens e serviços brasileiro avance rumo ao desenvolvimento nacional.

Negligenciar a importância do mercado inovador para o desenvolvimento nacional, simplesmente para não deixar de arrecadar, demonstra cada vez mais porque a economia brasileira não retorna ao ranking das cinco maiores do mundo.

O Estado Brasileiro opta pela sua manutenção como país subdesenvolvido, nunca sendo pioneiro em qualquer matéria inovadora, seja pelo movimento contrário à ciência que vem assolando o país, seja porque o ambiente regulatório-negocial brasileiro não comporta condições favoráveis para investimentos.

De nada adianta anunciarem um Novo Marco das Startups, se de inovação e incentivo a legislação não é marcada. Se o objetivo da lei fosse pacificar controvérsias sobre a condição das *startups* e o dos investidores-anjo, era essencial que os objetivos expressos da legislação fossem estritamente por instituir um regime jurídico, e não por fomentar e incentivar o aumento dos investimentos e a oferta de capital.

Porque se a legislação tinha esse objetivo intrínseco, pode-se afirmar que esta falhou manifestadamente. Conforme já dito, não adianta ter condições jurídicas favoráveis de entrada, saída, resgate, responsabilização, se as condições econômicas são distintas, se o aporte será compartilhado com o estado, e, com a inovação que possui alto risco.

## 7. CONCLUSÃO

Desta forma, conclui-se o presente trabalho, sendo certo que todos os objetivos traçados inicialmente foram inteiramente concluídos, tendo em vista que os institutos jurídicos envolvidos foram plenamente analisados e investigados, pela ótica negocial e jurídica. Pois, como pode ser verificado, é terminantemente essencial tratar do ambiente empreendedor adotando uma perspectiva de sua essencialidade para o desenvolvimento nacional.

Foi devidamente demonstrado como o ordenamento jurídico brasileiro tratou esse tipo empresarial durante a história, da mesma forma, como existia uma grande expectativa sobre a pacificação de muitos cenários controversos acerca das *startups* pelos *players* e *stakeholders*. Considerando que surgiram muitas legislações do meio do caminho que geraram uma legítima expectativa, mas que não trataram da temática de forma adequada.

Entende-se que o trabalho se debruçou acertadamente por todos os pontos essenciais promovidas pelo MLS, essencialmente àqueles que buscam pacificar tratamentos diferenciados e descentralizados realizados por entes da administração pública durante todo o tempo que não existia um regime jurídico específico.

Outrossim, restou-se analisado minuciosamente cada faceta acerca da figura do investidor-anjo no país, no qual o presente debruçou sua importância no ecossistema das *startups*, principalmente na fase de tração do negócio e nas primeiras vendas do produto/serviço, denominado pelos autores especializados como “vale da morte”.

Além de ter sido perfeitamente estudado todo o regime diferenciado de tratamento dessa figura quanto à estabilidade e segurança jurídica após seu ingresso, inclusive sua possibilidade de saída, direito de resgate, responsabilização civil marcada pela isenção de responsabilidade pelos danos e abusos causados pelo mau uso da personalidade jurídica da companhia.

Assim como houve uma análise analítica e crítica sobre o tratamento fiscal deficitário dado pelo legislador, que se absteve de tratar do assunto, postura que rompeu totalmente com as expectativas legítimas do mercado empreendedor. Em razão da presença dessa discussão no âmbito do projeto de lei, era esperado que o marco legal fosse fomentar os investimentos e a oferta de capital, o que somente seria concretizado se houvesse um tratamento tributário diferenciado para a figura do investidor-anjo.

O presente trabalho se dedicou a não realizar apenas uma análise ortodoxa sobre os institutos jurídicos e o próprio novo regime jurídico, mas ampliar essa visão para uma ótica comercial relacionada ao avanço econômico do país e o desenvolvimento nacional, através da tecnologia e da inovação trabalhada pelas *startups*.

Desse modo, o presente cumpriu o prometido, respondeu ao questionamento inicialmente instituído, defendeu expressamente que o MLS foi um avanço significativo, mas que deixou lacunas importantes, que fazem com que os objetivos legais do normativo não sejam alcançados na realidade.

As condições econômicas favoráveis deveriam e devem ser tratadas com seriedade pelo poder público. Afinal, a inovação será o diferencial de poderio dos países na era da revolução 4.0 e o Brasil deve deixar de lado o histórico de negligenciamento da ciência e da tecnologia, devendo avançar rumo ao desenvolvimento nacional pleno.

## 8. REFERÊNCIAS

ALVES, Fábيا Santos. Um estudo das Startups no Brasil. Universidade Federal da Bahia. Salvador. 2013.

ALVES, Sérgio Garcia; PALHARES, Gabriela Capobianco. In: MATIAS, Eduardo Felipe P. Marco Legal das Startups: Lei Complementar 182/2021 e o fomento ao empreendedorismo inovador no Brasil. São Paulo: Thomson Reuters, 2021

ANJOS DO BRASIL. Pesquisa: quem são os investidores anjo brasileiros. Pesquisa disponível no portal, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS - ABSTARTUP. Startup Base. 2016. Disponível em: <<http://startupbase.abstartups.com.br/status>

BLANK, Steve; DORF, Bob. The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company. California: K&S Ranch, 2012.

BONFIM CÂNDIDO SILVA, A.; ZACHEO GARBIM, M.; REGINA FERREIRA, M. Startup: vantagens e desvantagens de empreender nesta nova modalidade de negócio. Anais do fórum de iniciação científica do unifunec, [S. l.], v. 8, n. 8, 2018.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, [2016]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm).

BRASIL. Lei Complementar 182 de 1º de Junho de 2021. Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador. Planalto. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp182.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm)

BRASIL. Lei Complementar 155 de 27 de Outubro de 2016. Planalto. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp155.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp155.htm)

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm).

BRASIL. Projeto de Lei Complementar 246 de 10 de Março de 2016. Planalto. Justificativa.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 16.nov.2021.

BRASIL. Anjos do. Guia de Investimento Anjo e Documentos Legais. Disponível em: [http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia\\_investimento\\_anjo\\_v2.pdf](http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf). 2019.

COELHO, Fábio Ulhoa, Pessoa jurídica: conceito e desconsideração. Revista Justitia do Ministério Público de São Paulo, 2015.

COHEN, Susan. What do accelerators do? Insights from incubators and angels. innovations, v. 8, n. 3-4, p. 19-25, 2013

CORREIA, Pedro Miguel Alves Ribeiro; MOREIRA, Maria Faia Rafael. Novas formas de comunicação: história do Facebook - Uma história necessariamente breve. Disponível em: Acesso em: 29 ago. 2017.

CZESLUNIAK, Vivian. Aspectos societários e regulatórios do marco legal das startups (lei complementar nº182/2021. Artigo científico apresentado ao Centro Universitário Curitiba – UniCuritiba, 2022.

SEBRAE NACIONAL. Entenda o que é smart money. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-o-que-e-smartmoney,905813074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01 Out. 2017

FARAH JÚNIOR, M.F. A Terceira Revolução Industrial e o Novo Paradigma Produtivo: Algumas Considerações sobre o Desenvolvimento Industrial Brasileiro nos Anos 90. Revista FAE, Curitiba, v.3, n.2, p. 45-62, maio/ago. 2000.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. Direito das startups. São Paulo: Saraiva, 2018. p.10-13.

FEIGESLSON, Bruno et al. Direito das startups. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

GRAHAM,P. “Startup = Growth”,2012. Disponível:<http://www.paulgraham.com/growth.ht>

NEIVA, Tomás. Comentários ao Marco Legal das Startups. São Paulo: Saraiva, 2021. p.10-14

NONNENMACHER, Bruna. O Marco Legal das Startups e a Figura do Investidor Anjo. Direito Izabela Hendrix – Belo Horizonte, vol. 27, nº 27, novembro de 2021.

MICHILES, Saulo. Marco Legal Das Startups - Um Guia Para Advogados,Empreendedores e Investidores (2021) São Paulo: Editora Juspodivm, 2021.

MAGALHÃES, Rodrigo Almeida; FANTINI, Laiane Maris Caetano; VILAÇA, Leonardo Ferreira. As startups, o empreendedorismo e o direito: reflexões, estruturação jurídica e perspectivas. In: ALCÂNTARA, Valderi de Castro; VILAÇA, Leonardo Ferreira (coords.). Empreendedorismo, organizações e direito. Belo Horizonte: Expert Editora Digital, 2021.

PEGHINI, Cesar. O investidor anjo e a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento nas startups. Revista Direito, Inovação e Regulações. Doutrina Nacional. 2022.

PIMENTA, Eduardo Goulart, NOGUEIRA, Fernanda Araújo Couto e Melo, FONSECA, Maurício Leopoldina da. (Orgs) Legal Talks - Startups à luz do direito brasileiro [livro eletrônico] Eduardo Goulart Pimenta, Maurício Leopoldina da Fonseca, Fernanda Araújo Couto e Melo Nogueira. - Belo Horizonte - Editora Expert 202

PRADO, Vitor Mendonça. Direito das Startups no Brasil e no Mundo: Um panorama geral sobre as leis das Startups/Vitor Mendonça Prado – São Paulo: Editora Dialética, 2021.

REIS, Edgar V. de Andrade. Startups: Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil. 14. ed. São Paulo: Almedina, 2018.

RODRIGUES, Patrícia. Empreendedorismo no Brasil: um olhar sobre as startups. Monografia apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2016.

RUSSO, Rogério Agueda. In: MATIAS, Eduardo Felipe P. Marco Legal das Startups: Lei Complementar 182/2021 e o fomento ao empreendedorismo inovador no Brasil. São Paulo: Thomson Reuters, 2021

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. Contratos de Investimento em Startups. Quartier Latin; 1ª edição, 2021

SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 294.

SEBRAE NACIONAL. Entenda o que é smart money. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-o-que-e-smart-money,905813074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01 Out. 2017

TEIXEIRA, Tarcisio; LOPES, Alan Moreira. Startups e inovação: direito no empreendedorismo. Barueri: Manole, 2017.

VENOSA, Silvio de Salvo. Direito Civil-Parte Geral. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ZANDONÁ, Bruna. Estudo dos artigos 61-a ao 61-d da lei complementar 155/2016 – a regulamentação do investidor anjo na legislação brasileira. Monografia apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2018.