

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

**A VIABILIDADE DO INVESTIMENTO ANJO NAS STARTUPS À LUZ DA LEI
COMPLEMENTAR Nº 155/2016**

MILENA BASTOS FERNANDES

Rio de Janeiro
2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

**A VIABILIDADE DO INVESTIMENTO ANJO NAS STARTUPS À LUZ DA LEI
COMPLEMENTAR Nº 155/2016**

MILENA BASTOS FERNANDES

Rio de Janeiro
2021

MILENA BASTOS FERNANDES

**A VIABILIDADE DO INVESTIMENTO ANJO NAS STARTUPS À LUZ DA LEI
COMPLEMENTAR Nº 155/2016**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob orientação da **Professora Verônica Lagassi**.

Rio de Janeiro

2021

MILENA BASTOS FERNANDES

**A VIABILIDADE DO INVESTIMENTO ANJO NAS STARTUPS À LUZ DA LEI
COMPLEMENTAR Nº 155/2016**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob orientação da **Professora Verônica Lagassi**.

Data de aprovação: ___/___/_____.

Banca Examinadora:

Orientadora

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2021

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais, meus avós, minha prima Alice e minha tia Elaine pelo apoio e torcida.

Aos colegas de faculdade, especialmente à Paula Satuf pelo suporte e por estar comigo sempre que preciso.

Agradeço à Universidade Federal do Rio de Janeiro e ao Colégio Técnico da Universidade Rural, que me ofereceram o privilégio da educação pública de qualidade.

Agradeço à Nathalia Argollo, à Estela Pereira, à Ana Couto e ao Bruno Feigelson pela oportunidade e por todo conhecimento acerca do universo das startups.

Agradeço à Amanda Cavalcante pela contribuição e auxílio nos últimos meses de elaboração deste trabalho.

Por fim, agradeço à minha orientadora, Verônica Lagassi.

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar os efeitos da Lei Complementar Nº 155/2016 e sua viabilidade no investimento anjo em startups. Para isso, quanto à metodologia, foram adotados os critérios hipotético-dedutivo, análise bibliográfica e entrevistas com CEOs de startups para compreensão de casos concretos. Apresenta-se a definição de uma startup como empresa de operação recente que adota um modelo de negócio inovador e tecnológico com potencial escalável e replicável. Nesse sentido, torna-se imprescindível captar recursos para o desenvolvimento do negócio e do produto. Sendo uma das formas de captação o investimento anjo, mostra-se como a Lei Complementar Nº 155/2016 impactou positivamente sua viabilidade concreta. No entanto, considerando as alterações trazidas em Lei, reflete-se sobre as possíveis lacunas e, em contrapartida, excesso de regulamentação na forma contratual, que pode cercear a liberdade de contratação.

Palavras-Chave: Startups; Empreendedorismo; Capital de risco; Investidor Anjo; Lei Complementar Nº 155/2016.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the Complementary Law 155 of 2016 and the viability in the business angel in startups. About the methodology, it was adopted a hypothetical-deductive model, bibliographical analysis and interviews with CEOs of startups to comprehend specific cases. The study shows the definition of a startup as a recent company that adopts an innovative and technological business model with a scalable and repeatable potential. Thus, it is important to raise funds to develop the business and the product. This research contributes demonstrating how the Complementary Law 155 of 2016 impacted the concrete viability. However, considering the changes brought about by this law, it is questioned about the lacks and the overregulation.

Keywords: Startups; Entrepreneurship; Venture capital; Angel Investor; Complementary Law 155 of 2016.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1. INOVAÇÃO, STARTUPS E A NECESSIDADE DE CAPITAL.....	12
1.1. Contexto social das Startups.....	12
1.2. O investimento anjo: conceito e características.....	19
2. A REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016.....	25
2.1. Aspectos gerais da Lei Complementar 155/2016.....	25
2.2. O investimento-anjo à luz da Lei Complementar 155/2016.....	27
3. O PAPEL DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016 NA VIABILIZAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO EM STARTUPS.....	38
3.1. Entrevista com a Startup Sem Processo.....	38
3.2. Entrevista com a Startup 40tena Legal.....	40
3.3. Entrevista com a Startup Dados Legais.....	41
3.4. Entrevista com a Startup Lawquest.....	42
3.5. A aplicação da Lei Complementar 155/2016 na captação de recursos por meio do investimento anjo.....	44
CONCLUSÃO.....	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	51

INTRODUÇÃO

No contexto de desenvolvimento do empreendedorismo no Brasil, as Startups têm se destacado por se diferenciarem das empresas tradicionais desde sua constituição à forma de captação de recursos e uso da tecnologia. Diante dessa inovação empreendedora, o surgimento e o crescimento acelerado de empresas como Netflix, Uber, Google e Paypal¹ têm alcançado grande parte da sociedade e recebido sua atenção.

Uma Startup é considerada “um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza”². Presentes as características de modelo de negócio inovador e tecnológico; escalabilidade e replicabilidade, sua finalidade precípua é o desenvolvimento acelerado, apesar de ser uma empresa de operação recente.

Dessa forma, para viabilizar seu crescimento são necessários grandes aportes financeiros, sendo as formas de captação de recursos mais comuns: bootstrapping; investimento-anjo; capital semente; incubadoras; aceleradoras; venture capital e venture building³.

Embora haja uma série de formas de captação de recursos para o desenvolvimento de Startups, o presente estudo terá como objetivo tratar do investimento-anjo que foi regulamentado pela Lei Complementar nº 155/2016. Essa forma de financiamento se diferencia das demais, visto que, além do aporte financeiro, conta com uma carga de

¹ BICUDO, Lucas. O que é uma startup? **StartSe**, 2021. Disponível em: < <https://app.startse.com/artigos/o-que-e-uma-startup>> Acesso em: 01/09/2021.

² GITAHY, Yuri. O que é uma startup? **SEBRAE**, 2014. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-e-uma-startup,6979b2a178c83410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01/09/2021.

³ STARTSE. Conheça os tipos de investimento para startups, 2017. Disponível em: <<https://www.startse.com/noticia/investidores/conheca-os-tipos-de-investimento-para-startups>> Acesso em: 01/09/2021.

conhecimento necessário para o crescimento da empresa, o *know-how* sobre a área de atuação da empresa investida⁴.

Ocorre que, embora regulamentado por lei, o investimento-anjo continua enfrentando desafios, dada a insuficiência da legislação e a falta de políticas de incentivo fiscal⁵. Portanto, o presente trabalho tem como objetivo analisar a utilização do investimento anjo como forma de captação de recursos à luz da Lei Complementar nº 155/2016, que modificou a Lei Complementar nº 123/2006, Estatuto da Micro e Pequena Empresa e seus efeitos na viabilização do desenvolvimento de Startups.

O referido tema foi escolhido tendo em vista a importância do investidor-anjo para as Startups em sua fase inicial e sua figura como vetor de desenvolvimento econômico, de novas tecnologias e fomento do mercado. Visa, portanto, fomentar a atual discussão existente sobre as formas de captação de recursos de Startups, em especial o investimento-anjo e sua regulamentação no ordenamento jurídico brasileiro.

O tema merece um estudo aprofundado, que examine o nível de participação desse investidor, seu perfil e como alinhar os termos do contrato de participação de modo a favorecer tanto o investidor-anjo quanto o empreendedor.

Em resumo, procura-se demonstrar se a Lei Complementar 155/2016, de fato, viabilizou o desenvolvimento das Startups por regulamentar uma das formas mais comuns de captação de recursos, bem como as questões em que a norma é deficiente.

⁴ SPINA, Cassio. Afinal, o que é Investimento-Anjo? Disponível em:

<https://endeavor.org.br/sem-categoria/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>. Acesso em: 28/08/2021.

⁵ ANJOS DO BRASIL. A importância do investimento anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/a-importancia-do-investimento-anjo.html>> Acesso em: 28/08/2021.

Por fim, demonstrar-se-á em casos concretos se a Lei Complementar 155/2016 desempenhou importante papel na viabilização das startups Sem Processo, 40tena Legal, Dados Legais e Lawquest, por meio de entrevistas com seus CEOs e Founders.

1. INOVAÇÃO, STARTUPS E A NECESSIDADE DE CAPITAL

Este trabalho versa sobre a regulamentação do investimento anjo à luz da Lei Complementar 155/2016, de modo a analisar se o reconhecimento dessa figura no ordenamento jurídico brasileiro, a atribuição de direitos ao investidor e a definição de regras, de fato, viabilizou o desenvolvimento de startups, que serão conceituadas no tópico a seguir.

1.1. Contexto social das Startups

Neste capítulo, será apresentado um panorama dos aspectos conceituais acerca das Startups, desde sua origem à sua definição e principais características.

Desde a década de 70 nos EUA, o termo Startups era utilizado para definir pequenas empresas inovadoras⁶. No entanto, apenas alguns anos depois, entre 1996 e 2001, o termo foi popularizado no período de crise das empresas ponto.com chamado de “bolha da internet”⁷. A partir disso, o termo passou a ser adotado para se referir ao trabalho de um grupo de pessoas em prol de uma ideia inovadora que é rapidamente colocada em prática e com potencial lucrativo.

Segundo Bruno Feigelson:

(...) passa a acompanhar, de certa forma, o surgimento e a propagação da internet. O marco histórico de origem das empresas desenvolvidas com fundamento nessa tecnologia é o ano de 1993, data de criação do navegador Mosaic. A partir de então, sucedeu-se a fundação de diversas empresas deste

⁶ASSAF, Alexandre. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

⁷GITAHY, Yuri. O que é uma startup? **SEBRAE**, 2014. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-e-uma-startup,6979b2a178c83410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01/09/2021.

tipo... Exemplos marcantes de startups fundadas nesse período são a Yahoo! E a Amazon⁸.

Sendo assim, as Startups tiveram sua origem inteiramente relacionada com o desenvolvimento tecnológico e a propagação da internet. Nesse cenário, houve o surgimento de startups como Google e Apple no Vale do Silício, região da Califórnia, quando em fase inicial⁹.

Diante desse contexto disruptivo, faz-se necessário discorrer acerca da definição atual de uma startup, levando-se em consideração essa característica frente ao ecossistema de empreendedorismo e inovação mundial.

Para Blank Steve, “uma startup é uma organização temporária em busca de um modelo de negócio escalável, recorrente e lucrativo.” O autor discorda da ideia de se configurar como uma versão menor de uma empresa, tendo em vista que se diferenciam em diversas características como a flexibilidade de ideias, uma vez que a ideia inicial precisa ser testada por meio de um mínimo produto viável, o MVP, para compreender o tamanho do mercado e os potenciais clientes¹⁰.

Já o Prof. Silvio Meira entende que startups são “novos negócios inovadores de crescimento empreendedor”¹¹. Isto é, um negócio com pouco tempo de vida que busca transformar o comportamento dos agentes no mercado e que possui potencial de crescimento empreendedor de, por exemplo, um percentual de crescimento ao ano 10 vezes maior do que no mercado tradicional.

⁸ FEIGELSON, Bruno. Direito das startups. São Paulo: Saraiva educação, 2018.

⁹ GARRETT, Filipe Garrett. O que é startup? Entenda o significado e como funcionam essas empresas, 2020. Tech Tudo. Disponível em: <<https://www.techtudo.com.br/noticias/2020/04/o-que-e-startup-entenda-o-significado-e-como-funcionam-essas-empresas.ghtml>> Acesso em: 28/09/2021.

¹⁰ BLANK, Steve; DORF, Bob. Startup manual do empreendedor: O guia passo a passo para construir uma grande empresa. Rio de Janeiro: Editora Alta books, 2014.

¹¹ MEIRA, Silvio Lemos. Novos negócios inovadores de crescimento empreendedor no Brasil. Rio de Janeiro: Casa da Palavra, 2013.

Vale ressaltar que uma startup não pode ser confundida com uma Micro ou Pequena Empresa (MPE), uma vez que pode se enquadrar com MPE em determinado momento em razão de seu faturamento, conforme previsto na Lei Complementar nº 123/2006.

Seu objetivo a longo prazo é sua transformação em uma Sociedade Anônima, tipo societário que terá seu capital social dividido em ações. Dependendo do plano de negócio e do investimento aportado, é possível que a startup seja constituída desde o início como S/A desde que, antes de faturar e gerar receita, possua garantias jurídicas para receber investimentos, recolha adequadamente os tributos, seja transparente na prestação de contas e tenha boa governança¹².

Outra definição criada por Eric Ries, referência mundial no tema, é que uma Startup é "uma instituição humana projetada para criar um novo produto ou serviço, em condições de extrema incerteza".

Segundo o autor, a finalidade é desenvolver um modelo de negócio sustentável a ser validado cientificamente através de testes, ou seja, experimentos que possibilitam analisar se é preciso persistir ou pivotar. Para avaliar as possibilidades, emprega-se um processo de aferição do progresso, definição de marcos, priorização do trabalho e aceleração do ciclo de feedback. Caso verifique-se mudanças no mercado e no comportamento do consumidor, é necessário pivotar, isto é, reinventar o negócio aproveitando sua estrutura e sua ideia inicial¹³.

Em contrapartida, caso se persista em um negócio que não se adapta ao mercado, é provável que esteja fadada ao fracasso quando não tenha vencido o chamado vale da morte.

¹² FALCÃO, João Pontual de Arruda. Startup law Brasil: o direito brasileiro rege mas desconhece as startups / João Pontual de Arruda Falcão, 2017. 147 f. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. Orientador: Leandro Molhano Ribeiro.

¹³ ABSTARTUPS. Por Que E Quando Pivotar Sua Startup? 2017. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/por-que-e-quando-pivotar-sua-startup/>> Acesso em: 01/09/2021.

Na etapa do Vale da Morte muitas startups sucumbem em virtude da ausência de caixa e formas de captação de recursos para sustentar seu crescimento¹⁴.

Outro problema que pode levar ao fracasso de uma startup é a impossibilidade de aplicar um plano, estratégias e pesquisa de mercado como em empresas comuns, dado o cenário de incerteza. A aplicação do mesmo modelo, não funciona no caso das startups, uma vez que não há previsibilidade, cliente e produtos definidos. Ademais, na iminência de executar, muitas vezes a gestão e a administração são deixadas de lado, quando na verdade são fundamentais para o sucesso do empreendimento¹⁵.

Em complemento aos pontos de atenção que podem levar uma startup ao fracasso, o artigo “Startups que Sobrevivem”¹⁶, publicado na Harvard Business Review Brasil, com base em estudos de caso de empresas que em 75 anos de pesquisa organizacional tiveram um crescimento acelerado, foram identificadas quatro atividades críticas a serem levadas em conta para o sucesso de empresas de risco:

“(i) as companhias precisam contratar especialistas funcionais que as conduzam ao próximo patamar, (ii) adicionar estruturas gerenciais para acomodar o aumento do número de funcionários efetivos e ao mesmo tempo manter laços informais em toda a organização, (iii) desenvolver planejamento e capacidades de previsão e (iv) explicar e reforçar os valores culturais que sustentam o negócio”¹⁷.

A partir do conceito de Eric Ries, são definidas características essenciais para que uma empresa seja considerada uma Startup, sendo elas: modelo de negócio inovador e tecnológico; escalabilidade e replicabilidade em um cenário de incerteza¹⁸.

¹⁴ FINEP. A travessia do Vale da Morte, 2019. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/noticias/todas-noticias/5995-a-travessia-do-vale-da-morte>> Acesso em: 01/09/2021.

¹⁵ RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. 1º Edição. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

¹⁶ Disponível em: <<https://hbr.org/2016/03/start-ups-that-last>>. Acesso em: 01/09/2021.

¹⁷ FALCÃO, João Pontual de Arruda. Startup law Brasil: o direito brasileiro rege mas desconhece as startups / João Pontual de Arruda Falcão, 2017. 147 f. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. Orientador: Leandro Molhano Ribeiro.

¹⁸ RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. 1º Edição. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

O modelo de negócios remete à forma como o valor gerado pela startup será transformado em dinheiro. Um exemplo disso é a cobrança por cada click nos anúncios feita pelo Google e pelo Buscapé.com. O modelo de negócio de franquias também é um exemplo de monetização por meio do pagamento de royalties a uma marca para utilizar sua receita de sucesso.

A escalabilidade representa o crescimento de receita com uma margem de lucro cada vez maior e sem aumento expressivo do custo de produção, bem como sem influenciar o modelo de negócios.

A replicabilidade retrata a capacidade de escala ilimitada de entrega do produto, ou seja, independentemente da demanda, é possível entregar o mesmo produto sem qualquer alteração ou adaptação para cada cliente. A diferença é notória quando comparamos a venda de DVDs, que são produtos físicos limitados, com a forma de streaming da Netflix que não apresenta limite na transmissão do mesmo conteúdo, isto é, não há impacto na disponibilidade do produto.

Por fim, um cenário de incerteza reflete a impossibilidade de prever se a ideia e o empreendimento irão, de fato, dar certo ou apresentar elementos que evidenciem sua sustentabilidade ao longo do tempo.

O uso da tecnologia viabiliza a escalabilidade e replicabilidade pois possibilita a venda sem o aumento do custo de produção por produto. Ocorre que para o desenvolvimento de tal tecnologia em meio a um ambiente de incerteza, é necessário investimento de capital de risco para atingir esse crescimento exponencial pretendido. Para isso, comumente as startups se associam em centros de tecnologia, como o Vale do Silício, Shangai, Nova York, Bangalore e Israel¹⁹.

¹⁹ BLANK, Steve; DORF, Bob. Startup manual do empreendedor: O guia passo a passo para construir uma grande empresa. Rio de Janeiro: Editora Alta books, 2014.

O empreendedorismo permite a criação de novos produtos, novos métodos de produção e modelos de negócio, abrindo novos mercados. Diante disso, compreende-se a relevância do empreendedorismo nas pautas de discussão de políticas públicas em nível mundial e das empresas para o funcionamento e desenvolvimento do capitalismo, conforme Schumpeter²⁰. Segundo o autor, a inovação empreendedora está estritamente relacionada ao desenvolvimento econômico de uma nação por meio da criação de um novo produto através da combinação de meios de produção já existentes.

Superados os fatores mencionados, uma vez validado o modelo de negócio escalável e replicável, a partir do momento em que se tornar sustentável ao longo do tempo, a empresa deixa de ser uma startup, como ocorreu com as grandes empresas norte-americanas HP, Apple, Google e Facebook, que não são mais classificadas como startups, termo transitório, já que iniciaram como tais. Esses empreendimentos de sucesso surgiram de uma ideia inovadora que provou seu modelo de negócio a longo prazo e se tornaram sustentáveis e altamente lucrativos²¹.

De acordo com Mascarenhas:

“esses negócios passam a ser ‘tradicionais’ quando deixam de viver nesse ambiente incerto. Isso ocorre quando a startup entende o seu cliente, define a precificação, encontra os seus canais e atinge o break-even (ponto de equilíbrio entre receitas e despesas)²²”.

No Brasil, empresas como a Easy Táxi e a VivaReal passaram pelo crescimento acelerado, assim como as citadas acima. No entanto, de acordo com Lucas Vargas, CEO da

²⁰ SCHUMPETER, Joseph A. Capitalismo, socialismo e democracia. Nova Iorque: Harper, 1975.

²¹ FERREIRA, Thais. Quando uma empresa deixa de ser uma startup? Diário do Comércio, 2016. Disponível em: <<https://dcomercio.com.br/categoria/inovacao/quando-uma-empresa-deixa-de-ser-uma-startup>> Acesso em: 27/08/2021.

²² FERREIRA, Thais. Quando uma empresa deixa de ser uma startup? Diário do Comércio, 2016. Disponível em: <<https://dcomercio.com.br/categoria/inovacao/quando-uma-empresa-deixa-de-ser-uma-startup>> Acesso em: 27/08/2021.

VivaReal, “independente do tamanho, somos uma startup e queremos sempre manter essa mentalidade”. Afirma, ainda:

“Apesar do crescimento, para o VivaReal, startup é um mindset. É um conceito que remete a adaptabilidade, ação e resiliência às mudanças, que levam empresas e seus negócios a atenderem os consumidores com as demandas que evoluem²³.”

Para alcançar o patamar citado, para a sua viabilização, é necessário dinamismo e um modelo regulatório que afaste questões burocráticas do processo de desenvolvimento empresarial, o que é dificultado no Brasil. Especialmente no que tange o empreendedorismo de startups, tendo em vista suas características de inovação e crescimento acelerado, em que deve ser considerada a rapidez na criação de uma empresa e formas de impulsionar sua expansão a fim de evitar sua mortalidade no mercado²⁴.

Apesar do mencionado, em relatório mensal realizado pelo Distrito Dataminer do Inside Venture Capital, constatou-se que as startups brasileiras já receberam US\$ 1,9 bilhão em aportes em três meses de 2021, o que corresponde a 54% do total de 2020²⁵.

As startups são consideradas empresas inovadoras e de base tecnológica e para o desenvolvimento de novas tecnologias disruptivas de forma acelerada, é fundamental garantir investimento, o que pode se tornar possível através do capital de risco. Essa modalidade de investimento nada mais é do que o aporte de capital para a obtenção de participação em

²³ FERREIRA, Thais. Quando uma empresa deixa de ser uma startup? Diário do Comércio, 2016. Disponível em: <<https://dcomercio.com.br/categoria/inovacao/quando-uma-empresa-deixa-de-ser-uma-startup>> Acesso em: 27/08/2021.

²⁴ OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de; COZZI, Afonso Otávio; NOGUEIRA, Vanessa; COSTA, Vinicius da. O ecossistema empreendedor brasileiro de startups: uma análise dos determinantes do empreendedorismo no Brasil a partir dos pilares da OCDE. Nova Lima, MG: Fundação Dom Cabral, 2013.

²⁵ CNN BRASIL BUSINESS. Startups brasileiras receberam US\$ 1,9 bilhão em aportes no primeiro tri de 2021, 2021. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/04/01/startups-brasileiras-receberam-us-1-9-bilhao-em-aportes-no-primeiro-tri-de-2021>> Acesso em: 05/08/2021.

empresas não listadas em bolsa de valores, atuando de forma direta ou através de fundos de investimento²⁶.

O que difere o financiamento do Capital de Risco é que no primeiro ocorre a contratação de dívida mediante o pagamento de juros, sendo o risco assumido inteiramente pelo tomador. Já no segundo, o risco é do investidora, podendo haver a concessão de participação acionária. O Capital de Risco apresenta quatro tipos de investimentos: investidor anjo, capital semente, venture capital e private equity²⁷.

No próximo tópico, a abordagem acerca do capital de risco será limitada ao investidor anjo, tema do presente trabalho.

1.2. O investimento anjo: conceito e características

De acordo com William Wetzel, um dos pioneiros no uso do termo investimento anjo, seu surgimento se deu na década de 20 em Nova Iorque para denominar aqueles que financiavam produções culturais na Broadway.²⁸

Segundo levantamento realizado 2007 pelo Center of Venture Research, fundado por Wetzel, existiam 258 mil investidores anjo ativos nos EUA. No Brasil, esse movimento é bem mais recente. Segundo pesquisa da Anjos do Brasil, associação fundada em 2011 para fomentar o investimento anjo no país, existem 7.060 investidores anjo ativos no país, que investiram R\$688 milhões entre julho de 2013 e junho de 2014²⁹.

²⁶ BNDES. A importância do capital de risco para inovação, 2017. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/capital-de-risco>> Acesso em: 05/08/2021.

²⁷ CRIATEC. Desmistificando o capital de risco. Rio de Janeiro. Criatec, Fundo de Capital Semente.

²⁸ PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

²⁹ PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

O investimento-anjo, chamado de *angel investors* no exterior, é uma alternativa privada de captação de recursos para projetos empreendedores que além do capital, é agregado valor adicional, uma vez que conta com a experiência pessoal, mentoria, rede de contatos (networking) e gestão do investidor. Segundo Dornelas “o angel, ou investidor pessoa física, é um capitalista de risco que possui dinheiro e busca alternativas para obter melhor rentabilidade para esse dinheiro”³⁰.

Conforme o fundador da Anjos do Brasil, Cassio Spina³¹:

O Investidor-Anjo recebe, por seu investimento, uma participação societária minoritária no negócio, e não assume posição executiva na empresa, mas atua como um conselheiro orientando os empreendedores e participando das decisões estratégicas da empresa, aumentando muito suas chances de sucesso, bem como acelerando seu desenvolvimento.

Nessa forma de investimento geralmente feita por profissionais, executivos e empreendedores experientes, o aporte é realizado com capital próprio em empresas de estágio inicial com potencial³² de crescimento e inovação visando expressivo retorno financeiro³³. A experiência do investidor agrega valor ao empreendimento pois é fornecido apoio financeiro e intelectual ao empreendimento, tendo em vista que o mesmo dedica seu tempo a discutir estratégias e conferindo seu conhecimento de gestão, mercado e contatos, bem como habilidades. O capital aliado ao seu conjunto de conhecimentos, portanto, irá aumentar a chance de crescimento da startup e em razão disso ficou conhecido como *smart-money*³⁴,

³⁰ DORNELAS, José Carlos Assis, 1971. Empreendedorismo corporativo / José Carlos Assis Dornelas. – 2.ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2003 – 2 reimpressão.

³¹ SPINA, Cassio. Afinal, o que é Investimento-Anjo? Disponível em: <<https://endeavor.org.br/sem-categoria/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>> Acesso em: 28/08/2021.

³² PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

³³ ANJOS DO BRASIL. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf> Acesso em: 28/08/2021.

³⁴ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

“onde o investidor é também um mentor, contribuindo com seu know-how com o intuito de tracionar o negócio da empresa³⁵”.

Há, ainda, a possibilidade de formalização da participação do investidor na sociedade para atuar como diretor ou conselheiro, desde que conste nos documentos específicos³⁶.

O capital investido geralmente gira em torno de R\$50 mil e R\$500 mil, podendo ser efetuado por somente um investidor ou por um grupo de investidores (co-investimento) com a finalidade de diminuir o risco individual. A formação de grupos ou clubes de investimento possibilita a participação em mais empresas e em outros estágios do Capital Empreendedor.

No Brasil, os principais cases de sucesso a partir de investimento anjo foram: Buscapé, que recebeu US\$500 mil de um investidor e 10 anos depois foi vendida para o grupo Naspers por US\$342 milhões. Bematech, que recebeu um aporte US\$150 mil de um grupo de investidores anjo em 1991, abriu o capital na Bolsa de Valores 15 anos depois e fatura atualmente mais de R\$350 milhões por ano³⁷.

No país, a principal associação que viabiliza o investimento anjo é a Anjos do Brasil, que possui núcleos regionais em 14 cidades brasileiras. Além disso, há outros grupos pelo Brasil: Floripa Angels (Florianópolis, SC); Gávea Angels (Rio de Janeiro, RJ); Harvard Alumni Angels Brazil (ex-alunos de Harvard); Vitória Investidores Anjo (Vitória, ES)³⁸.

Ainda sobre o perfil do investidor-anjo:

³⁵ ASSAF, Alexandre. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

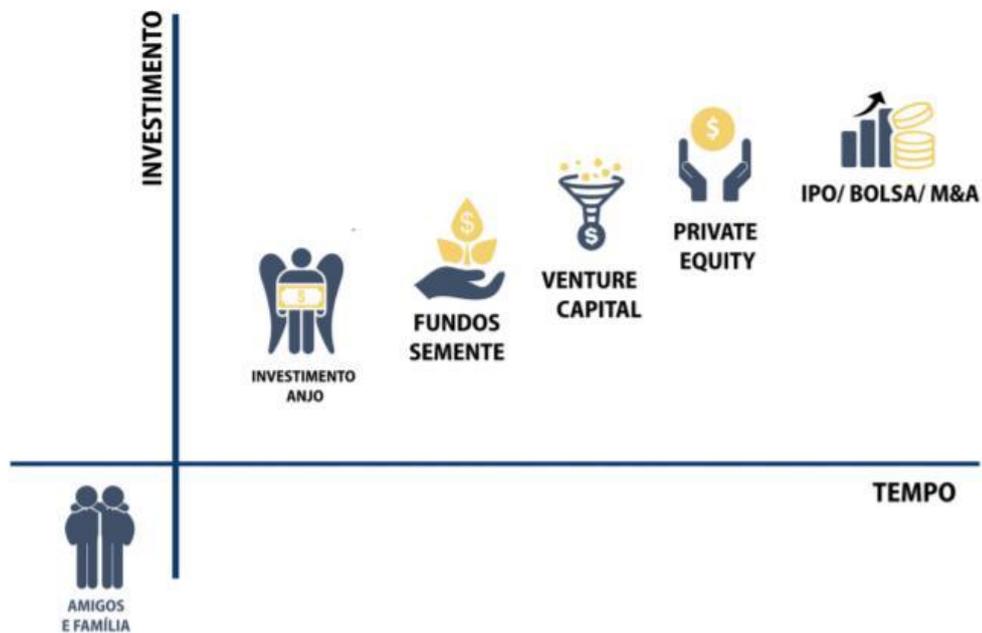
³⁶ ANJOS DO BRASIL. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf> Acesso em: 28/08/2021.

³⁷ PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

³⁸ PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

O Investidor-Anjo é normalmente um (ex)-empresário/empreendedor ou executivo que já trilhou uma carreira de sucesso, acumulando recursos suficientes para alocar uma parte (normalmente entre 5% a 10% do seu patrimônio) para investir em novas empresas, bem como aplicar sua experiência apoiando a empresa.³⁹

No caso de investimento especificamente em Startups, usualmente há uma ordem comum de uma cadeia de investimento que dispõe de rounds (etapas) para acompanhar o crescimento da empresa, conforme o gráfico⁴⁰ que se segue:



Como se vê, o investimento anjo encontra-se no início do empreendimento. Antes disso, geralmente o investimento é realizado com o capital próprio ou empréstimo pessoal feito pelo empreendedor ou proveniente de família e amigos. Além do capital, busca-se aproveitar ao máximo as capacidades individuais e tempo de cada fundador a fim de

³⁹ ANJOS DO BRASIL. O que é um investidor anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>> Acesso em: 28/08/2021.

⁴⁰ ANJOS DO BRASIL. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf> Acesso em: 28/08/2021.

economizar recursos no estágio inicial da empresa⁴¹. Passado o estágio inicial, sucede-se de investimentos de fundos (venture capital e private equity) e, por fim, o intuito é alcançar a venda da empresa (M&A) ou abertura de capital (IPO - Bolsa)⁴².

Em pesquisa da organização sem fins lucrativos chamada Anjos do Brasil, que fomenta o investimento anjo e o empreendedorismo no país, constatou-se que, em decorrência da pandemia do covid-19, o investimento anjo retrocedeu 20% em 2020 comparado ao ano de 2019⁴³. No entanto, a perspectiva era de um aumento de 15% em 2021, o que ainda não é suficiente para suprir a demanda das startups.

Sucedeu-se que em levantamento realizado por um grupo de líderes de redes de anjos verificou-se que no primeiro semestre de 2021 foram investidos R\$ 39,9 milhões em startups brasileiras. Ainda, há projeção de que o ano se encerre com R\$ 80 milhões em investimento, baseando-se no grupo que conta com 18 das maiores redes de investidores anjos do País. Comparado ao ano de 2020 em que foram investidos R\$ 45,2 milhões, nota-se um crescimento de 76%.

Além do crescimento de volume investido, observa-se o aumento no número de investidores, tendo em vista o estudo que conta com 2.560 investidores em 344 startups desde a criação das redes.

Segundo Maria Rita Spina Bueno, diretora executiva da Anjos do Brasil e fundadora desse grupo de líderes de redes, esse crescimento foi possível através da cooperação entre as redes, sendo elas: redes Anjos do Brasil, BR Angels, Bruin Angels, Curitiba Angels, EA

⁴¹ ASSAF, Alexandre. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

⁴² ANJOS DO BRASIL. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf> Acesso em: 28/08/2021.

⁴³ ANJOS DO BRASIL. Volume de investimento anjo em startups recua 20% com pandemia, mas expectativa para 2021 é de crescimento, 2021. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados>> Acesso em: 28/08/2021.

Angels, FEA Angels, Gávea Angels, GR8 Ventures, GV Angels, Hangar8 Capital, Insper Angels, LAAS, MIT Alumni Angels, NYU Angels, Poli Angels, UNI Angels, Urca Angels e Wharton Alumni Angels. Ademais, declara:

“Estes resultados mostram a importância das redes para o ecossistema de investimento anjo. Criado em 2017, o grupo tem apoiado o surgimento de novas redes de investidores anjo, que proporcionam um ambiente de boas práticas e de acesso a diversas oportunidades para os investidores, que se tornam mais ativos e conseguem efetuar uma alocação de capital mais eficiente. Além disso, temos viabilizado muitos aportes a partir do coinvestimento entre nossas redes parceiras⁴⁴”

Em virtude do exposto, é notória a importância do investimento-anjo para além da relação entre empreendedor e investidor, mas para a economia do país, tendo em vista que o sucesso do negócio propicia a geração de empregos e recolhimento de tributos⁴⁵. Contudo, verificam-se desafios para o crescimento do investimento anjo no Brasil, como regulamentação insuficiente e falta de políticas de incentivo fiscal⁴⁶, que serão abordadas no capítulo a seguir.

⁴⁴ DIÁRIO DO COMÉRCIO. Investimento-anjo aquecido: 18 redes tiveram crescimento de 76% - Diário do Comércio, 2021. Disponível em: <<https://diariodocomercio.com.br/inovacao/investimento-anjo-aquecido-18-redes-tiveram-crescimento-de-76>> Acesso em: 28/09/2021.

⁴⁵ ANJOS DO BRASIL. A importância do investimento anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/a-importancia-do-investimento-anjo.html>> Acesso em: 28/08/2021.

⁴⁶ ANJOS DO BRASIL. A importância do investimento anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/a-importancia-do-investimento-anjo.html>> Acesso em: 28/08/2021.

2. A REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016

2.1. Aspectos gerais da Lei Complementar 155/2016

Em 27 de outubro de 2016 foi publicada a Lei Complementar 155/2016, que alterou e estabeleceu regras relevantes à Lei Complementar n. 123, conhecida como Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte ou Lei do Simples Nacional.

O Simples Nacional é um regime de arrecadação unificado que visa facilitar a cobrança e a fiscalização de tributos de microempresas e de empresas de pequeno porte. Com o intuito de fomentar o desenvolvimento de empresas que aderiram ao regime, é possível em um único pagamento o recolhimento de praticamente todos os tributos, que são calculados sobre sua receita bruta⁴⁷.

Esse regime jurídico simplificado e favorecido de apuração do imposto está previsto no art. 146 da Constituição Federal, visando desonerar e assegurar menos burocracia, bem como menor carga tributária no que se refere aos entes da federação⁴⁸, nos seguintes termos:

Art. 146. Cabe à lei complementar:

(...)

III - estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre:

(...)

d) definição de tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte, inclusive regimes especiais ou simplificados no caso do imposto previsto no art. 155, II, das contribuições

⁴⁷ GOMES, Allan Munhoz. As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. **Jusbrasil**. Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

⁴⁸ GOMES, Allan Munhoz. As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. **Jusbrasil**. Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

previstas no art. 195, I e §§ 12 e 13, e da contribuição a que se refere o art. 239.

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

(...)

IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

As microempresas e empresas de pequeno porte mencionadas no dispositivo acima são as sociedades empresárias, as sociedades simples, a empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), assim como o empresário, disposto no artigo 966, do Código Civil. Para seu devido enquadramento, tem como requisito o registro no Registro de Empresas Mercantis (Junta Comercial) ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas (sociedades simples)⁴⁹.

O tratamento jurídico diferenciado preza pela simplificação e o favorecimento aos pequenos empresários através do regime do simples:

Art. 179. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei.

No cenário brasileiro, as pequenas empresas enfrentam dificuldades no ambiente de criação e funcionamento não favorável para sua sobrevivência e por isso optam pela informalidade que cria um fator de desequilíbrio dos agentes econômicos na competição, segundo Masso⁵⁰. Em razão disso, quando os pequenos empresários se submetiam às mesmas

⁴⁹ GOMES, Allan Munhoz. As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. **Jusbrasil**. Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

⁵⁰ MASSO, Fabiano Del. Direito Econômico esquematizado. São Paulo: Método, 2016.

exigências das grandes empresas geralmente fracassavam ou se sujeitavam a sonegação fiscal e fraude administrativa⁵¹.

A Lei Complementar nº 123, alterada pela LC nº 155, apresenta como critério para definir o porte da empresa sua receita bruta, sendo considerada microempresa a sociedade empresária, sociedade simples, empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário individual que obtém receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 ao ano e empresa de pequeno porte, receita bruta anual superior a R\$ 360.000,00 e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00.

Assim, fez-se necessária a criação de um sistema para que as Microempresas e as Empresas de Pequeno Porte obtivessem benefícios para garantir a sua continuidade e competitividade no mercado⁵².

Dentre as diversas alterações realizadas pela Lei Complementar nº 155/2016 na Lei do Simples Nacional, foi introduzida a figura do investidor anjo no ordenamento jurídico, que será abordada no próximo tópico.

2.2. O investimento-anjo à luz da Lei Complementar 155/2016

Tendo em vista a abordagem de forma ampla no tópico anterior a respeito da Lei, que visa fomentar o empreendedorismo no Brasil, passamos a discutir a inclusão dos artigos que regulam o chamado investimento-anjo e são o tema central do presente trabalho.

⁵¹ RAMOS, André Luiz Santa Cruz. Direito Empresarial esquematizado. São Paulo: Método, 2016.

⁵² SILVA, Marco Antonio Pereira da. Lei Complementar Nº 155 de 2016: Novas Mudanças para os contribuintes do Simples Nacional a partir de 2018. Revista Especialize On-line IPOG - Goiânia - Ano 9, Edição nº 16 Vol. 01 Dezembro/2018.

A partir dos anos 2000, essa figura passou a ter mais visibilidade no Brasil com base nos modelos estrangeiros⁵³. No entanto, somente em 2016 foi regulamentada com a promulgação da Lei Complementar 155/2016, que incluiu os artigos 61-A a 61-D acerca dessa nova figura.

Essa forma de investimento tem a finalidade de propiciar melhores condições de acesso ao crédito por pequenos empreendimentos de cunho inovador. Embora seja majoritariamente efetuado em startups, a LC não atribui sua utilização apenas a esses casos, mas tem como alvo as microempresas e empresas de pequeno porte, desde que tenham caráter disruptivo, uma vez que os recursos devem ser destinados à inovação.

Isto posto, passamos a analisar os artigos incluídos na Lei Complementar acerca do investimento em questão.

Como abordado no tópico 1.2 do capítulo I, investidor anjo é a pessoa física ou jurídica que efetua aporte de capital e recursos para o desenvolvimento da empresa em busca de retorno expressivo.

Art. 61-A. § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

Em um primeiro momento, é possível identificar que a Lei Complementar 155/2016, em vigor desde 2017, define regras sobre investimento-anjo para microempresas e empresas de pequeno porte, com vista a incentivar as atividades de inovação como o desenvolvimento de Startups. A Lei traz benefícios tanto para o empreendedor quanto para o investidor e faz uma importante distinção entre investimento-anjo e participação societária.

⁵³ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

Entende-se que a Lei Complementar 155/2016 inovou ao instituir a figura do “investidor-anjo” que apresenta importante papel importante para o micro e pequeno empreendedor:

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

Baseando-se nas tendências mundiais em que essa forma de investimento já estava mais desenvolvida, o legislador buscou proteger os investidores, principalmente no que tange o seu patrimônio pessoal para que as dívidas da empresa não o atinjam.

Art. 61-A. § 4º O investidor-anjo:
I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;
II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

Diferentemente do investimento realizado pelo próprio sócio, a contribuição do Anjo não integrará o capital social da empresa, portanto, não compõe a receita da sociedade. Isto é, não será titular de quotas referentes ao seu aporte. Assim, o valor investido não será considerado para fins de enquadramento ao regime do Simples Nacional, economizando dinheiro que seria pago em tributo para desenvolver a empresa e investir em tecnologia⁵⁴.

Art. 61-A. § 5º Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade.

Nesse caso, há omissão da lei quanto à definição da natureza contábil do investimento. Para evitar fraude, é vedado que o Anjo figure como administrador ou sócio da empresa,

⁵⁴ GOMES, Allan Munhoz. As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. **Jusbrasil**. Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

devendo apenas atuar como orientador, mentor e conselheiro dos sócios.⁵⁵ Portanto, não possui direito a gerência ou voto na administração da empresa, afastando-se da perspectiva do modelo norte-americano que traz esse aspecto atrativo para o investimento⁵⁶.

Ocorre que, analisando-se a finalidade da criação da figura do anjo, que tem o papel de contribuir com seu conhecimento e experiência, considera-se contraditória a vedação de ingerência por parte do investidor. É destoante pois o anjo, dotado de caráter imaterial em virtude da sua expertise, deveria intervir, opinar e apoiar o micro e pequeno empresário, o que de certa forma teria influência direta na gerência e administração do negócio. Essa questão gera certa confusão de funções dentro da sociedade, visto que a interferência através de conselhos e de ingerência em si permeia em uma linha tênue, dificultando a definição de responsabilidade e de culpabilidade das partes⁵⁷. Sendo assim, a Lei limita a atividade e responsabilidade aos sócios regulares:

Art. 61-A. § 3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

Quanto à responsabilidade do investidor anjo, alguns juristas discutem sobre a sua exclusão em caso de falência da Startup. Isto pois entende-se que o legislador tinha o objetivo de proteger o patrimônio do anjo, delimitando claramente a separação entre seu patrimônio e da sociedade⁵⁸.

⁵⁵ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

⁵⁶ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

⁵⁷ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

⁵⁸ MATOS Amanda Prado de. A Responsabilidade do Investidor Anjo, 2019. ÂMBITO JURÍDICO. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/edicoes/revista-184/a-responsabilidade-do-investidor-anjo/#_ftn2> Acesso em: 28/08/2021.

Essa previsão trouxe maior garantia aos investidores, tendo em vista que não se tornam sócios da empresa e por sua vez não respondem por suas dívidas, ou seja, não são geradas obrigações como ocorre com os sócios. Além disso, não é aplicável o disposto pelo art. 50 do Código Civil de 2002 que trata da desconsideração da personalidade jurídica.

O artigo 596 do Código de Processo Civil prevê que “os bens particulares dos sócios não respondem pelas dívidas da sociedade senão nos casos previstos em lei (...)”. Essa disposição garante a proteção do patrimônio dos sócios após a integralização do capital social, todavia, há exceções previstas em lei.

O credor pode ser negocial ou não negocial. O primeiro avalia a idoneidade e solvência da empresa e assume os riscos de sua inadimplência. Já o segundo, não é capaz de analisar estipulações contratuais e não advém de relação negocial, como o fisco, trabalhadores, consumidores e titulares de indenização em razão de ilícitos cometidos pela sociedade. No caso dos credores não negociais, é conferida maior proteção por lei, o que favorece a desconsideração da personalidade jurídica da sociedade limitada para atingir o patrimônio particular dos sócios⁵⁹.

Essas medidas proporcionam incentivo ao investimento em Startups e garantem o controle societário ao empreendedor, isto é, há uma proteção de interferências externas e esses investimentos não interferem no acesso ao Simples Nacional.

Art. 61-B. A emissão e a titularidade de aportes especiais não impedem a fruição do Simples Nacional.

Vale mencionar, ainda, que a Lei estabeleceu o contrato de participação como instrumento jurídico para definição dos termos entre investidor e empreendedor. Conforme a

⁵⁹ GAINO, I. Responsabilidade dos Sócios na Sociedade Limitada. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

disposição legal, possui vigência máxima de 7 anos, devendo prever o propósito do fomento e dos investimentos produtivos a serem realizados.

Art. 61-A. § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

A Lei Complementar estabeleceu também o direito de preferência do anjo em caso de alienação da empresa, além do direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, com condições e formas semelhantes à oferta realizada aos sócios atuais. Isto é, o investidor anjo terá direito de preferência na aquisição da empresa e direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital:

Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.

Apesar de não ser considerado sócio, o anjo terá direitos próprios de titulares de participação societária em acordos de quotistas. O acordo de sócios é “um pacto parassocial no qual se possibilita que alguns ou todos os quotistas convençionem regras para sua atuação que não estejam previstas no contrato social⁶⁰”. Comumente, as cláusulas acerca do direito de preferência e o de tag along são tratadas nestes acordos e em virtude da lei, serão conferidos ao investidor anjo.

O direito de preferência (*right of first refusal*), já abordado, é a garantia de que o sócio terá preferência em sua aquisição em caso de alienação das quotas nas mesmas condições da oferta recebida de outros sócios ou terceiros. Portanto, o terceiro apenas poderá adquirir as

⁶⁰ LORETO, Rafael. O acordo de quotistas: Uma ferramenta para a sociedade limitada, 2016. Jusbrasil. Disponível em: <<https://rloreto.jusbrasil.com.br/artigos/440462311/o-acordo-de-quotistas-uma-ferramenta-para-sociedade-limitada>> Acesso em: 28/09/2021.

cotas após o exercício do direito de preferência dos sócios⁶¹. Essa prioridade na aquisição de quotas é aplicada análogamente ao investidor-anjo, conforme o art. 61-C da LC.

Já o direito de *tag along* configura-se como direito de venda conjunta, ou seja, é facultado ao sócio acompanhar outro na venda de quotas a terceiros por valor previamente acordado, geralmente mantendo-se o preço pago à parte que, de início, pretendia vender suas quotas. Destarte, é condicionada a alienação das quotas pelo terceiro à aquisição das quotas de todos os sócios que optem por exercer o *tag along*. Faculdade esta que caberá ao investidor anjo, ainda que não seja considerado sócio. No entanto, não há previsão da forma de compatibilização entre valores oferecidos pelas quotas e pela titularidade do aporte, uma vez que o valor aportado não integra o capital social.

Além disso, não há menção à regulação das prerrogativas e como se dará a efetividade de seus direitos, tendo em vista a obrigatoriedade dos darem ciência aos demais em caso de ofertas de terceiros. Resta, portanto, uma preocupação referente aos critérios de compatibilização, bem como aos mecanismos de publicidade nas operações no contrato de participação.

Os direitos mencionados mostram-se como meio de proteção de sócios ou acionistas minoritários em caso de troca no controle da sociedade empresária. No entanto, questiona-se a razão de conferir ao investidor anjo, dado que não é sócio.

O investidor anjo, além de recursos financeiros, entrega capital intelectual e, por isso, atua juntamente aos empreendedores. Devido seu papel de mentor ou conselheiro, estabelece-se um elemento imaterial semelhante à *affectio societatis* tipicamente das sociedades limitadas na relação entre o investidor-anjo e os sócios. Desse modo, faz sentido conferir o direito de

⁶¹ BENEMOND, Fernanda Henneberg Acordo de Quotistas de Sociedades Limitadas / Fernanda Henneberg Benemond, São Paulo: 2015.

preferência e tag along ao investidor, tendo em vista o impacto em sua atuação em hipótese de alteração na estrutura do negócio como é a venda da sociedade a terceiros.

Quanto à remuneração, o investidor receberá pelos aportes investidos no prazo máximo de 5 anos, nos termos do contrato de participação. Findo o prazo estabelecido no contrato, o anjo tem direito a receber remuneração referente aos resultados, que não pode ultrapassar 50% dos lucros da microempresa ou da empresa de pequeno porte⁶².

III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

Art. 61-A. § 6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

Investir em uma startup significa suportar os riscos em meio a um cenário de incerteza. Em razão disso, há grandes possibilidades de retorno em valores altíssimos. Todavia, houve limitação da remuneração do investidor a 50% do lucro da sociedade.

A Lei que busca estimular o investimento em microempresas ou empresas de pequeno porte e facilitar seu acesso ao crédito, ao estabelecer um teto remuneratório, pode alcançar um efeito contrário desestimulando os investidores.

O objetivo do legislador foi proteger os sócios do empreendimento, no entanto, além do teto de ganhos, estabeleceu um limite temporal de cinco anos para remuneração do investidor por seus aportes. Acontece que os negócios nascentes podem levar mais de 5 anos

⁶² GOMES, Allan Munhoz. As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. **Jusbrasil**. Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

para obterem retornos expressivos, o que obsta a autonomia das partes e aumenta o risco do investimento.

Além da limitação remuneratória, como já vimos, é estabelecido o prazo de 7 anos de duração do contrato de participação, sendo que é comum a obtenção de ganhos por meio da venda da sociedade para terceiros. É alta a possibilidade de venda da sociedade após anos de desenvolvimento e novas rodadas de investimento, porém, o anjo somente se beneficiaria caso aconteça dentro do prazo de 7 anos de vigência do contrato de participação⁶³.

Além disso, o direito de resgate apenas poderá ser exercido após 2 anos do aporte de capital ou por prazo superior definido no contrato de participação, e seus haveres devem ser pagos na forma do art. 1.031 do Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

Art. 61-A. § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

A definição de um prazo mínimo de resgate busca proteger as empresas investidas ao evitar oneração excessiva em sua fase inicial, vez que é o momento mais crítico para sua sobrevivência. Em contrapartida, aumenta-se o risco ao investidor e limita sua liberdade de atuação.

Nesse ponto, cabe ressaltar a diferença entre os prazos para não confundir-se. O contrato de participação terá duração de no máximo 7 anos, devendo o anjo ser remunerado

⁶³ DUARTE, V. A Regulamentação do Investidor-anjo - Avanços e preocupações. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/a-regulamentacao-do-investidor-anjo-avancos-e-preocupacoes>>. Acesso em: 28/09/2021.

no prazo mínimo de 2 anos e no máximo de 5 anos, podendo ser estabelecido contratualmente prazo superior.

Nesse sentido, as limitações temporais e quantitativas à remuneração do investidor caracterizam-se como critérios formais para que o contrato seja considerado investimento-anjo e, assim, se beneficie das prerrogativas dispostas em lei.

Há também a possibilidade de transferência da titularidade do aporte do investidor a terceiros e caso o terceiro não faça parte do quadro societário, é imprescindível a anuência dos sócios, salvo disposição contratual diversa:

Art. 61-A. § 8º O disposto no § 7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros.

Art. 61-A. § 9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.

Observa-se, ainda, que é estabelecida a hipótese de regulamentação do resgate do capital investido pelo Ministério da Fazenda. A regulamentação pelo poder executivo apresenta a função de facilitar a execução da lei, de modo a especificá-la e adequá-la para promover a aplicação da lei com menor custo regulatório, maior segurança jurídica possível e torná-la praticável.

Art. 61-A. § 10. O Ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido.

Ante o exposto, verifica-se que o investidor-anjo pode ser uma pessoa física ou jurídica, que não será considerado sócio da ME ou EPP na qual investe e não terá direito de

ingerência e voto na administração da empresa. Além disso, não responderá por qualquer dívida da empresa, mesmo em caso de recuperação judicial e não terá seu patrimônio atingido caso a empresa se torne devedora e sofra processo de desconsideração da personalidade jurídica (art. 50 do CC). Por fim, constata-se que uma das principais vantagens é o fato dos valores de capital aportados na ME ou EPP não serem considerados receitas da sociedade.

Para melhor compreensão acerca dos aspectos abordados no presente tópico, foram realizadas entrevistas com as empresas Sem Processo, 40tena Legal, Dados Legais e Lawquest, que serão expostas no próximo capítulo.

3. O PAPEL DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016 NA VIABILIZAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO EM STARTUPS

Neste presente capítulo serão abordadas algumas questões práticas e consequências jurídicas trazidas pela Lei Complementar Nº 155/2016. A partir disso, com o intuito de apreciar e questionar as dificuldades no estágio inicial da empresa, principalmente referente à captação de recursos e se houve investimento anjo, foram realizadas entrevistas com base em um questionário inicial com os CEOs das seguintes startups: Sem Processo, 40tena Legal, Dados Legais e Lawquest.

3.1. Entrevista com a Startup Sem Processo

A empresa Sem Processo usa “a tecnologia para tornar a comunicação, inteligência e gestão do contencioso mais transparente, ágil e eficiente⁶⁴” através de soluções para a realização de negociações online, *legal operations*, mapeamento de dados e métricas, envio de notificações extrajudiciais online e resolução de conflitos pré-processual.

De início, seu CEO, Bruno Feigelson, foi questionado acerca da forma de investimento utilizada no estágio inicial do Sem Processo:

“[...]a trajetória do Sem Processo é muito particular [...] quando a gente foi fazer a captação e quando a gente começou em 2016 esse ambiente de investidores anjos estava bem menos desenvolvido e a gente teve uma estratégia muito bootstrapping, a gente dependeu muito dos nossos investimentos, então a gente sempre se pautou muito em não objetivar investimento de terceiro no início da jornada [...] a gente basicamente financiou nos primeiros momentos, durante 4 anos, até que a gente recebeu investimento do Primatec[...]”.

⁶⁴ SEM PROCESSO. Disponível em: <<https://www.semprocesso.com.br/>> Acesso em: 22/09/2021.

Nesse contexto, verifica-se que na constituição da empresa, em 2016, o investimento anjo não era amplamente difundido no Brasil, apesar de haver histórico no país desde a década de 90, era efetuado de forma desorganizada e passiva⁶⁵.

Optou-se, portanto, por investimento pela forma de captação de recursos chamada *bootstrapping*. É o investimento realizado com o capital próprio ou empréstimo pessoal feito pelo empreendedor, sem a utilização de capital externo. Além do capital, busca-se aproveitar ao máximo as capacidades individuais e tempo de cada fundador a fim de economizar recursos no estágio inicial da empresa⁶⁶.

O segundo aspecto explorado na entrevista que Bruno nos concedeu foi a respeito das possíveis formas de se obter investimento para uma startup:

“[...] o que é interessante, adentrando na questão jurídica [...] em termos de lei complementar [...] você teve essa tentativa da lei do anjo e você tentar de alguma forma mexer alguns parâmetros em relação a isso, mas como acontece hoje? Tem basicamente dois caminhos, você tem as empresas que fazem fundraising no Brasil, que buscam investimento no Brasil e as que buscam fora do Brasil. Fora do Brasil geralmente as empresas constituem uma estrutura em Delaware, a pessoa levanta capital lá fora através de uma offshore, que controla a empresa brasileira. Quando você faz no Brasil, o modelo mais tradicional [...] o que se opta mais, você tem gente vai fazer opção de compra e tal, mas majoritariamente você faz o mútuo conversível porque em termos tributários é a melhor estrutura porque você faz o mútuo, prevê uma estrutura de empréstimo mesmo, um contrato de empréstimo e você pode converter em participação societária [...]”.

Nota-se, portanto, que geralmente a forma contratual utilizada é o contrato de mútuo conversível, diferentemente do contrato de participação instituído pela Lei Complementar nº 155/2016. A preferência na prática pela adoção do mútuo conversível, segundo o entrevistado, se dá pelo fato de que a conversão em participação na empresa irá gerar ganho de capital de imposto de renda, como elucidada:

⁶⁵ KEPLER, João. Proxima, 2018. Disponível em: <<https://www.proxima.com.br/home/proxima/how-to/2018/09/28/retrospectiva-do-investimento-anjo-no-brasil.html>> Acesso em: 22/09/2021.

⁶⁶ ASSAF, Alexandre. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

“[...] então toda startup objetiva, em última análise, o pior caminho é que ela não prossiga, mas se ela for bem sucedida, majoritariamente, ela vai acabar sendo vendida para alguém e nos casos muito bem sucedidos ela vai caminhar para um IPO. Então quando você faz um mútuo, o investidor-anjo ele vai colocar R\$ 10.000,00 em uma empresa, ele prevê uma cláusula de 1% ao mês. Então no final do ano aqueles R\$ 10.000,00, sem contar obviamente os juros compostos, ele vai ter, sei lá, R\$ 11.200,00. Quando aquela empresa for vendida, ele vai fazer esse mútuo, ele vai converter em participação na empresa, vai fazer a venda e ele vai ter um ganho de capital de imposto de renda. Então essa é a estrutura mais utilizada no Brasil hoje, o mútuo conversível, que é uma estrutura que já se utilizava antes e que pouco mudou em decorrência da lei [...] volto a dizer, acho que o modelo mais utilizado no Brasil é o mútuo conversível, principalmente nos primeiros estágios. Tinha um receio muito grande, né, inclusive a lei das startups veio muito sentido, no sentido de proteger, porque a gente tem um grande desafio hoje nas limitadas, que muitas vezes eventuais riscos trabalhistas, tributários, então muitas vezes as empresas, os anjos gostam de converter quando vira uma S.A., uma empresa de capital aberto, só que isso tem um desafio maior e isso acaba acontecendo um pouco mais na frente na jornada [...]”.

Sendo assim, embora a empresa não tenha recebido aporte financeiro de investidor anjo, o advogado ressaltou a majoritária utilização do contrato de mútuo conversível no caso em tela em virtude de questões tributárias e da possibilidade de conversão em participação societária. Por esse motivo, esta era a estrutura aplicada anteriormente à lei e permaneceu após a sua promulgação.

3.2. Entrevista com a Startup 40tena Legal

A empresa 40tena Legal é uma plataforma de conteúdo jurídico que aborda o Direito e a Inovação para advogados e estudantes de direito que querem se diferenciar no mercado atual por meio de conhecimentos práticos e competências voltadas para a realidade da 4ª Revolução Industrial⁶⁷.

Inicialmente, o CEO, Guilherme Deps, informa que a empresa se utilizou do *bootstrapping* para captar recursos, meio explanado no tópico anterior. Assim, não houve investimento anjo e se encontra em uma fase de conversas e propostas com possíveis investidores. Em contrapartida, possui experiência na atuação como advogado de startups e sobre a captação de recursos no estágio inicial, esclarece que:

⁶⁷ 40TENA LEGAL. Disponível em: <<https://40tenalegal.com.br/>> Acesso em: 22/09/2021.

“[...] se o CEO tem uma desenvoltura, é um vendedor e o projeto está faturando, tem networking, ele vai conseguir investimento [...] é claro que existem ecossistemas que facilitam isso e ecossistemas que dificultam isso, então é importante que o CEO seja um cara que tem noção, inclusive geográfica e conhecer quem são as pessoas envolvidas, que tem costume de fazer investimentos em Startups [...]”.

Em sua experiência na estruturação de empresas e elaboração de contratos, não vislumbra dificuldades no âmbito jurídico: “[...] acho que não tem, hoje temos as formas contratuais previstas na legislação, agora mais ainda com o Marco Legal [...] então não vejo dificuldade [...]”.

Por fim, ressalta que a principal diferença entre o contrato de participação previsto em lei e o mútuo conversível é a liberdade contratual proporcionada ao empreendedor e ao investidor em sua elaboração:

“[...] a forma contratual utilizada é 95% das vezes mútuo conversível [...] a lei do investimento anjo não vejo sendo usada e quando vem cliente meu falando sobre essa lei, eu sempre falo para não usar e a gente vai para o mútuo conversível [...] opinião sobre as alterações trazidas pela lei complementar 155 é uma lei que engessa muito [...] no mútuo conversível a ideia é realmente dar liberdade para os founders e a lei 155 acaba engessando muito o contrato e por causa disso geralmente usamos o mútuo conversível [...]”.

3.3. Entrevista com a Startup Dados Legais

A empresa Dados Legais auxilia empresas a atenderem as determinações da nova Lei Geral de Proteção de Dados – LGPD, o que reduz riscos materiais e de imagem⁶⁸. Nesse sentido, é uma plataforma que garante o controle dos dados pessoais por meio de soluções como data discovery e mapeamento de dados, inventário de dados, gestão dos direitos dos titulares e gestão de cookies e consentimento⁶⁹.

Em razão de ter operação recente, foi questionada sobre as dificuldades em seu estágio inicial: “[...] falta de métricas para comprovar a tese e falta de crença dos investidores de que

⁶⁸ DADOS LEGAIS. Por que a Dados Legais?. Disponível em: <<https://www.dadoslegais.com.br/#porque-a-dados-legais>> Acesso em: 22/09/2021.

⁶⁹ DADOS LEGAIS. Disponível em: <<https://www.dadoslegais.com.br/>> Acesso em: 22/09/2021.

a LGPD iria pegar [...]”. Assim, a fala da CEO, Luiza Leite, demonstra que inicialmente a descrença dos investidores era voltada para a solução desenvolvida.

Quanto à captação de recursos, afirma que houve investimento-anjo e a forma contratual utilizada foi o mútuo conversível: “[...] sim, não houve desafios na questão jurídica, foi bem tranquila a captação, fizemos através de mútuo conversível [...]”. Além disso, ressalta que não houve impacto ocasionado pela Lei Complementar 155/2016.

A utilização do contrato de mútuo conversível evidencia a fala dos CEOs do Sem Processo e do 40tena Legal apresentadas anteriormente, uma vez que reforça a sua predominância em relação ao contrato de participação.

Por fim, destaca a importância do Anjo e da Lei Complementar 155/2016:

“[...] acho importante a figura do investidor anjo que foi trazida pela lei para suportar o investimento sem forçar a saída da empresa do simples nacional. Além disso, a ampliação do conceito de microempresa também ajuda as empresas em estágio inicial a não terem que arcar com burocracias e gastos no cumprimento de obrigações tributárias acessórias. No início de uma empresa quanto menos burocracia mais fácil o desenvolvimento do produto [...]”.

Destarte, verifica-se o reconhecimento da importância da lei que regulamentou a figura do investidor anjo devido à previsão de que o aporte financeiro não integrará o capital social da empresa. Assim, vez que não compõe a receita da sociedade, o valor não será considerado para fins de enquadramento ao regime do Simples Nacional e a empresa não estará sujeita a retirar-se. Ademais, salienta a relevância da redução burocrática para o desenvolvimento inicial da empresa e de seu produto.

3.4. Entrevista com a Startup Lawquest

A empresa Lawquest busca “resolver alguns dos principais problemas do mercado jurídico mundial, focados em proteção de dados, sendo esses: a educação tradicional, tensa e teórica e a falta de informação⁷⁰” por meio de plataforma gamificada para validar o conhecimento e aplicar treinamentos acerca da proteção de dados e do lawbot, um chatbot

⁷⁰ LAWQUEST. Disponível em: <<https://lawquest.com.br/>>. Acesso em: 21/09/2021.

inteligente que responde dúvidas a respeito de proteção de dados e privacidade com segurança.

Quando questionado sobre as dificuldades enfrentadas no estágio inicial da startup, o CEO, José Castellian, declarou:

“[...] eu acho que não houve muitas dificuldades mas eu acho que no geral foi mais dificuldade da nossa parte de sócios mesmo de entender a parte do valuation, de uma questão mais entendimento mesmo sobre como funciona isso [...] como funciona a parte jurídica, como funciona a parte contratual de tudo isso, como valorizar a empresa, como que é feito esse cálculo para entender quanto que a empresa custa, entre esses pontos mais focados realmente entender a nossa [...]”.

Quanto à captação de recursos, afirmou que houve investimento anjo e que o maior desafio foi, de fato, entender, debater e fechar o contrato:

“[...] como atualmente nós temos um board muito grande, são mais de 5 investidores, são opiniões muito diferentes [...] então realmente as cláusulas contratuais, como tag along, entre outras mas principalmente a cláusula de lock up, acho que foi a cláusula que mais gerou problemas [...] foi a mais discutida, de realmente os sócios estarem obrigados contratualmente a dedicar 100% das suas atividades, não podendo fazer qualquer outro projeto externo [...]”.

Além disso, verifica-se que assim como os demais CEOs, em seu depoimento menciona o contrato de mútuo conversível:

“[...] a forma utilizada foi o mútuo conversível, tanto na primeira rodada, quanto na segunda [...] não houve nenhum impacto por enquanto ocasionado pela lei complementar, nada que tenha sido visível pelo menos mas não houve impacto [...]”.

Por fim, o entrevistado destaca relevância da Lei, contudo, reconhece as lacunas na regulamentação da figura do investidor anjo:

“[...] minha opinião sobre as alterações trazidas pela lei, eu acho que é necessária mas ainda assim tem muitos gaps na lei, eu digo isso realmente até pela questão do investidor [...] acaba ficando um pouco mais juridicamente correto para eles mas ainda assim fica um pouquinho aberto algumas questões de lei [...]”.

3.5. A aplicação da Lei Complementar 155/2016 na captação de recursos por meio do investimento anjo

A partir das respostas das entrevistas, foram obtidas informações importantes sobre a prática de mercado atual no que tange o investimento anjo em startups.

É irrefutável a relevância da Lei, uma vez que não havia previsão legal acerca do investimento anjo no Brasil até 2016, ano de sua promulgação. Nesse contexto, o legislador buscou instituir uma forma contratual para beneficiar ambas partes e atribuir maior segurança jurídica ao anjo. No entanto, o que se percebe na prática, foi o cerceamento da liberdade contratual, visto que a lei determina uma série de regras e prazos, que não estão presentes no modelo de contrato de mútuo conversível.

Constatou-se, diante do depoimento de CEOs de startups e advogados que lidam diariamente com a fase inicial dessas empresas, que o mútuo conversível comumente é a forma contratual preferida e majoritariamente adotada por investidores-anjo e fundos.

Na prática, o mútuo conversível funciona como um contrato de empréstimo que garante ao investidor o direito de converter futuramente o aporte em uma quantidade de ações na empresa. Essa faculdade de conversão configura-se como proteção de possíveis erros administrativos, haja vista que o investidor pode aguardar para solicitá-la⁷¹.

Diferentemente do contrato de participação estabelecido pela LC, o lucro é obtido por meio da conversão do aporte em participação, não havendo remuneração pelo empréstimo. Após a conversão, será considerado sócio e lucrará pela venda das quotas ou pelo recebimento de participação nos lucros.

⁷¹ ACE STARTUPS. O que é mútuo conversível?, 2017. Disponível em: <<https://acestartups.com.br/o-que-e-mutuo-conversivel/>> Acesso em: 22/09/2021.

Enquanto o mutuante é credor da sociedade e não possui responsabilidade por dívidas contraídas por ela, bem como não poderá exercer poderes de sócio, salvo se estipulada cláusula de voto e de veto contratualmente. Em razão de ser contrato atípico, ou seja, não é um instituto regulado, o contrato de mútuo conversível tem como desvantagem a relativa insegurança jurídica⁷².

Já o contrato de participação estabelece a remuneração do investidor-anjo por recebimento de participação nos lucros, com prazo de 5 anos e limite de 50% dos lucros da sociedade. Nesse caso, é conferida proteção especial ao investidor que não terá responsabilidade pelas dívidas da sociedade e não será submetido à desconsideração da personalidade jurídica. Além disso, a LC veda a ingerência do investidor na gestão do empreendimento e o direito a voto.

Dessa forma, ao serem analisadas as disposições legais da Lei Complementar nº 155/16, percebe-se que traz benefícios e limitações ao exercício da atividade. No caso concreto, cabe ao investidor avaliar se os benefícios, como maior segurança jurídica pelo fato de não responder pelas dívidas da sociedade e não se aplicar a desconsideração da personalidade jurídica, superam as restrições. Dessa forma, o patrimônio particular do investidor-anjo não será afetado por dívidas principalmente de natureza consumerista, trabalhista e tributária.

Outro ponto relevante a ser considerado é a concessão da titularidade dos direitos de preferência e tag along ao investidor, uma vez que em caso de aquisição de quotas essas prerrogativas devem ser dispostas contratualmente, o que a LC, de antemão, já atribui.

Ressalta-se, ainda, que apesar do benefício de atribuição de tais direitos, a lei é omissa em relação ao modo de compatibilização entre quotas e titularidade do aporte, no caso de venda conjunta, e regulação destes institutos, tal com o meio de transparência e a publicidade de ofertas.

⁷² OA SOCIEDADE DE ADVOCACIA. Como funciona um contrato de mútuo conversível em participação societária?. 2021. Disponível em: <<https://oa.adv.br/noticias/mutuo-conversivel/>> Acesso em: 29/09/2021.

Finalmente, a possibilidade de transferência da titularidade do aporte do investidor a terceiros mediante a anuência dos sócios é considerada um benefício, vez que aumenta o campo de atuação do investidor e potencialização de seus rendimentos.

Como desvantagens, estão as restrições estabelecidas ao investidor, como o teto remuneratório e os prazos máximos de 5 anos para a remuneração, de 7 anos de vigência do contrato de participação e de 2 anos para exercício do direito de resgate. Observa-se que na aquisição de quotas, no contrato de mútuo conversível e na sociedade em conta de participação a remuneração do investidor e o prazo de validade do contrato são livremente definidos no contrato.

Em virtude do exposto, verifica-se que a regulamentação é insuficiente, deixando lacunas, o que gera questionamentos sobre sua viabilidade. Constatou-se que a lei é omissa por não abordar dispositivos quanto à fraude entre investidor-anjo e a sociedade e seus sócios, bem como mecanismos de fiscalização do administrador e transparência aos empreendedores⁷³.

Ocorre que dentre os direitos do sócio quotista há o direito de fiscalização, assim como geralmente é estabelecida cláusula que limita a gestão da empresa e em caso de descumprimento, é penalizado com o vencimento antecipado da dívida no mútuo conversível. Como a LC proíbe a participação do investidor no empreendimento, não é possível estabelecer cláusula similar. Portanto, o contrato de participação é o instrumento que mais tolhe a liberdade política do investidor-anjo na empresa.

Sendo assim, considera-se que a LC trouxe benefícios, todavia, as limitações impostas podem desestimular os investidores, como abordado nas entrevistas, uma vez majoritariamente que optam por contrato diverso do previsto em lei. Por fim, como menciona a CEO da Dados Legais, as dificuldades enfrentadas pelas startups em seu estágio inicial advém da necessidade de diminuição da burocracia para o crescimento da empresa, o que, justamente, o contrato de mútuo conversível proporciona, comparado a outros modelos, tendo

⁷³ LUZ, Luis Felipe Baptista; PERRONI, Diogo; RAMOS, Pedro H. A Regulação do Investimento-anjo no Brasil, 2016. Disponível em: <<https://baptistaluz.com.br/institucional/regulacao-do-investimento-anjo-no-brasil/>> Acesso em: 27/07/2021.

em vista que não é preciso alterar o contrato social, o que reduz os trâmites para efetivação do investimento.

CONCLUSÃO

Diante da análise dos efeitos da Lei Complementar nº 155/2016, é possível concluir que a regulamentação do investimento anjo foi necessária, uma vez que era utilizada desde os anos 2000 mas não havia previsão legal. No entanto, a lei falhou ao estabelecer restrições excessivas e voltar seu aspecto regulatório apenas ao investidor, além de não ter sido suficiente para abranger aspectos relevantes.

Nesse sentido, destaca-se que uma startup em fase inicial necessita captar recursos de forma menos burocrática e simplificada, tendo em vista o cenário de incerteza no qual ela surge. Essa incerteza se dá pelo fato do negócio apresentar um modelo e produto inovador por meio da tecnologia.

Considerando essa conjuntura, a monografia em questão, portanto, buscou-se analisar a regulamentação do investimento-anjo pela Lei complementar 155/2016 e se ela, de fato, viabiliza o desenvolvimento de Startups.

Verifica-se que o investimento anjo pode ser benéfico e vantajoso para o investidor e empreendedor, no entanto, a Lei, que foi criada com o intuito de incentivar o desenvolvimento de atividades de inovação e os investimentos produtivos, não foi suficiente e excedeu-se quanto às limitações temporais e quantitativas, tidas como critérios para usufruir dos direitos assegurados pela mesma.

Entende-se que, apesar de conferir especial proteção e segurança jurídica ao investidor, a Lei complementar 155/2016 apresentou lacunas em sua regulamentação, deixando de abordar a respeito da hipótese de fraude entre investidor-anjo e a sociedade e seus sócios, tal como instrumentos de fiscalização do administrador e transparência aos empreendedores. Além da omissão referente à proteção do investidor contra fraudes da sociedade e seu sócios, nota-se a excessiva limitação à autonomia contratual das partes.

Os benefícios dispostos, no entanto, permanecem sob os escombros, vez que o modo pelo qual a lei inseriu esta figura no ordenamento jurídico pode ocasionar desestímulo à sua adoção, diferentemente do seu objetivo precípuo. Fato este que pode ser observado principalmente na disposição acerca do contrato de participação, visto que, de acordo com todos os entrevistados, o modelo mais utilizado e eficaz é o mútuo conversível.

O investimento anjo pode ser considerado peça fundamental para o crescimento e desenvolvimento das startups, haja vista o valor agregado por sua experiência, conhecimento do mercado, de rede de distribuidores e networking. Os fatores mencionados contribuem para que a empresa avance de forma ainda mais acelerada.

Inicialmente, no Capítulo 1 foram abordados aspectos gerais e conceituais acerca de startups, empresas que surgiram em meio ao avanço tecnológico e à propagação da internet com modelo de negócio inovador e tecnológico; escalabilidade e replicabilidade em um cenário de incerteza e do investimento anjo em si, que além do aporte financeiro, contribui com sua expertise no desenvolvimento do empreendimento.

Antes mesmo da promulgação da LC 155/2016, o investimento anjo já era realizado no Brasil, e no Capítulo 2 foram abordadas as especificidades de cada artigo referente a essa figura, sendo eles do artigo 61-A ao 61-D.

Por fim, no Capítulo 3 foram realizadas entrevistas com CEOs de startups para aprofundar o entendimento sobre como acontece o investimento anjo na prática e se houve algum impacto proporcionado com o advento da LC.

Assim, a introdução do investidor anjo no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Lei em questão, visa a obtenção de financiamento para microempresas e empresas de pequeno porte e é um instrumento significativo para o fomento à inovação e ao empreendedorismo, principalmente em relação às startups, que surgem em um cenário de incerteza.

Portanto, embora o reconhecimento da figura do anjo seja um marco considerável por meio de regulação própria com a Lei Complementar nº 155/2016, o legislador, por um lado, deixou de abarcar questões válidas e, por outro, regulamentou excessivamente, como ao estabelecer a duração do contrato de participação e o prazo para remunerar o investidor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABSTARTUPS. Por Que E Quando Pivotar Sua Startup? 2017. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/por-que-e-quando-pivotar-sua-startup/>> Acesso em: 01/09/2021.

ACE STARTUPS. O que é mútuo conversível?, 2017. Disponível em: <<https://acestartups.com.br/o-que-e-mutuo-conversivel/>> Acesso em: 22/09/2021.

ALEXANDRE ASSAF. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

ANJOS DO BRASIL. A importância do investimento anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/a-importancia-do-investimento-anjo.html>> Acesso em: 28/08/2021.

ANJOS DO BRASIL. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/guia_investimento_anjo_v2.pdf> Acesso em: 28/08/2021.

ANJOS DO BRASIL. Volume de investimento anjo em startups recua 20% com pandemia , mas expectativa para 2021 é de crescimento, 2021. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados>> Acesso em: 28/08/2021.

ASSAF, Alexandre. O Direito e o ecossistema das startups, 2019. Disponível em: <<https://administradores.com.br/artigos/o-direito-e-o-ecossistema-das-startups>> Acesso em: 28/08/2021.

ASSOCIAÇÃO EDUCACIONAL DOM BOSCO (AEDB). **O Investimento Anjo como Fomentador do Empreendedorismo.** Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/347_Artigo_SeGET._2008.pdf>. Acesso em: 01/07/2021.

BENEMOND, Fernanda Henneberg Acordo de Quotistas de Sociedades Limitadas / Fernanda Henneberg Benemond, São Paulo: 2015.

BICUDO, Lucas. O que é uma startup? **StartSe**, 2021. Disponível em: <<https://app.startse.com/artigos/o-que-e-uma-startup>> Acesso em: 01/09/2021.

BLANK, Steve; DORF, Bob. Startup manual do empreendedor: O guia passo a passo para construir uma grande empresa. Rio de Janeiro: Editora Alta books, 2014.

BNDES. A importância do capital de risco para inovação, 2017. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/capital-de-risco>> Acesso em: 05/08/2021.

CAMARGO, André Antunes. NYBO, Erik Fontenele. **Startups – O surgimento de um novo ramo do Direito? No Brasil, startups estão distribuídas em diversas localidades, mas ainda em estágio embrionário.** Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-surgimento-de-um-novo-ramo-do-direito-24042017>>.

CNN BRASIL BUSINESS. Startups brasileiras receberam US\$ 1,9 bilhão em aportes no primeiro tri de 2021, 2021. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/04/01/startups-brasileiras-receberam-us-1-9-bilhao-em-aportes-no-primeiro-tri-de-2021>> Acesso em: 05/08/2021.

CRIATEC. Desmistificando o capital de risco. Rio de Janeiro. Criatec, Fundo de Capital Semente.

DADOS LEGAIS. Por que a Dados Legais?. Disponível em: <<https://www.dadoslegais.com.br/#porque-a-dados-legais>> Acesso em: 22/09/2021.

DORNELAS, José Carlos Assis,1971. **Empreendedorismo corporativo** / José Carlos Assis Dornelas. – 2.ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2003 – 2 reimpressão.

FEIGELSON, Bruno. Direito das startups. São Paulo: Saraiva educação, 2018.

FINEP. A travessia do Vale da Morte, 2019. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/noticias/todas-noticias/5995-a-travessia-do-vale-da-morte>> Acesso em: 01/09/2021.

GAINO, I. Responsabilidade dos Sócios na Sociedade Limitada. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

GARRETT, Filipe Garrett. O que é startup? Entenda o significado e como funcionam essas empresas, 2020. Tech Tudo. Disponível em: <<https://www.techtudo.com.br/noticias/2020/04/o-que-e-startup-entenda-o-significado-e-como-funcionam-essas-empresas.ghhtml>> Acesso em: 28/09/2021.

GIOVANINI FILHO, Renato, 2017. **Nova Lei de Investimento-Anjo: o que ela pode fazer pela sua empresa** - Endeavor. Acesso em: <<https://endeavor.org.br/dinheiro/nova-lei-de-investimento-anjo-o-que-ela-pode-fazer-pela-sua-empresa/>>

GITAHY, Yuri. O que é uma startup? **SEBRAE**, 2014. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-e-uma-startup,6979b2a178c83410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01/09/2021.

GOMES, Allan Munhoz. **As alterações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016. JUSBRASIL.** Disponível em: <<https://allanmunhozgomes.jusbrasil.com.br/artigos/523838137/as-alteracoes-trazidas-pela-lei-complementar-n-155-2016>> Acesso em: 28/08/2021.

KEPLER, João. Proxima, 2018. Disponível em: <<https://www.proxima.com.br/home/proxima/how-to/2018/09/28/retrospectiva-do-investimento-anjo-no-brasil.html>> Acesso em: 22/09/2021.

LAWQUEST. Disponível em: <<https://lawquest.com.br/>>. Acesso em: 21/09/2021.

LEI COMPLEMENTAR Nº 123, DE 14 DE DEZEMBRO DE 2006. Acesso em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm>

LEI COMPLEMENTAR Nº 155, DE 27 DE OUTUBRO DE 2016. Acesso em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm>

LEI Nº 10.406, DE 10 DE JANEIRO DE 2002. Acesso em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>

LEI Nº 13.105, DE 16 DE MARÇO DE 2015. Acesso em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm>

LIMIRO, Renaldo. **LC 155/16 e o investidor-anjo nas micros e pequenas empresas.**

Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI249788,71043-LC+15516+e+o+investidoranjo+nas+micros+e+pequenas+empresas>>.

LORETO, Rafael. O acordo de quotistas: Uma ferramenta para a sociedade limitada, 2016. Jusbrasil. Disponível em: <<https://rloreto.jusbrasil.com.br/artigos/440462311/o-acordo-de-quotistas-uma-ferramenta-para-a-sociedade-limitada>> Acesso em: 28/09/2021.

MASSO, Fabiano Del. Direito Econômico esquematizado. São Paulo: Método, 2016.

MEDIAR 360. Disponível em: <<https://mediar360.com.br>>. Acesso em: 17/09/2021.

NYBO, Erik Fontenele. CAMARGO, André Antunes. **As startups e a ascensão de uma nova matéria no Direito.** Disponível em <https://www.conjur.com.br/2017-abr-14/erik-nybo-startups-ascensao-materia-direito>>. Acesso em: 27/06/2021

OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de; COZZI, Afonso Otávio; NOGUEIRA, Vanessa; COSTA, Vinicius da. O ecossistema empreendedor brasileiro de startups: uma análise dos determinantes do empreendedorismo no Brasil a partir dos pilares da OCDE. Nova Lima, MG: Fundação Dom Cabral, 2013.

PERONI, Bruno Oliva. Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo. SEBRAE. Brasília, 2015.

RAMOS, Pedro H.; PERRONI, Diogo; LUZ, Felipe B. **A regulação do Investimento-Anjo no Brasil: comentários e perspectivas a respeito da Lei Complementar 155/2016.**

Disponível em: <<http://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Texto-Completo-Regulac%CC%A7a%CC%83o-do-Investimento-Anjo.pdf>>.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta.** 1º Edição. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

SCHUMPETER, Joseph A. Capitalismo, socialismo e democracia. Nova Iorque: Harper, 1975.

SEM PROCESSO. Disponível em: <<https://www.semprocesso.com.br/>> Acesso em: 22/09/2021.

SPINA, Cassio. Afinal, o que é Investimento-Anjo? Disponível em: <https://endeavor.org.br/sem-categoria/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>. Acesso em: 28/08/2021.

SILVA, Marco Antonio Pereira da. Lei Complementar N° 155 de 2016: Novas Mudanças para os contribuintes do Simples Nacional a partir de 2018. Revista Especialize On-line IPOG - Goiânia - Ano 9, Edição n° 16 Vol. 01 Dezembro/2018.

STARTSE. Conheça os tipos de investimento para startups, 2017. Disponível em: <<https://www.startse.com/noticia/investidores/conheca-os-tipos-de-investimento-para-startups>> Acesso em: 01/09/2021.

40TENA LEGAL. Disponível em: <<https://40tenalegal.com.br/>> Acesso em: 22/09/2021.