

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

MARIANA DE CARVALHO BACELAR

**ANÁLISE JURÍDICA DA FIGURA DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL E SUA
RELEVÂNCIA NO ECOSISTEMA EMPREENDEDOR DE *STARTUPS***

São Paulo
2022

MARIANA DE CARVALHO BACELAR

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para
obtenção do título de Bacharel no Curso
de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

ORIENTADOR: PROF. DR. LUIZ GUSTAVO FRIGGI RODRIGUES.

São Paulo

2022

MARIANA DE CARVALHO BACELAR

ANÁLISE JURÍDICA DA FIGURA DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL E SUA
RELEVÂNCIA NO ECOSISTEMA EMPREENDEDOR DE *STARTUPS*

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para
obtenção do título de Bacharel no Curso
de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador (a): Prof. Dr. Luiz Gustavo Friggi Rodrigues

Examinador (a): Prof. Dr. Pedro Alves Lavacchini Ramunno

Examinador (a): Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

Dedico este trabalho aos meus pais, por todo amor, incentivo e dedicação em me educar. E ao meu pequeno irmão Marcelo, por ter alegrado minha caminhada.

ANÁLISE JURÍDICA DA FIGURA DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL E SUA RELEVÂNCIA NO ECOSISTEMA EMPREENDEDOR DE *STARTUPS*

Mariana de Carvalho Bacelar

Resumo: Diante do advento da inovação tecnológica no Brasil e no mundo, o surgimento de *startups* vem ganhando cada vez mais espaço no ecossistema empreendedor nacional. Nesta perspectiva, a figura do investidor anjo também está em ascensão por ser peça fundamental no fomento à inovação e ao empreendedorismo. O investidor anjo realiza aportes financeiros e intelectuais em empresas que se encontram em fase inicial de desenvolvimento, trata-se de um investimento considerado de alto risco, mas com grande potencial de retorno financeiro. O presente trabalho se propõe a estudar a regulamentação pioneira desse tipo de investimento no país, tendo como plano de fundo uma análise da relevância no cenário econômico brasileiro. Ainda, pretende estabelecer alguns apontamentos acerca dos riscos e dos limites de sua responsabilidade ao investir em *startups*.

Palavras chaves: Investimento Anjo. *Startups*. Empreendedorismo. Capital de Risco. Regulamentação.

Abstract: Given the advent of technological innovation in Brazil and worldwide, the emergence of startups has been gaining more and more space in the national entrepreneurial ecosystem. In this perspective, the figure of the angel investor is also on the rise because it is a key player in fostering innovation and entrepreneurship. The angel investor makes financial and intellectual contributions to businesses in early stages of development; it is considered a high-risk investment, but with great potential for financial return. This paper aims to study the pioneering regulation of this type of investment in the country, with an analysis of its relevance in the Brazilian economic scenario as a background. It also intends to establish some notes about the risks and the limits of your responsibility when investing in startups.

Key words: *Angel Investment. Startups. Entrepreneurship. Venture Capital. Regulation.*

Sumário: 1. Introdução. 2. Empresas *Startups* e a relevância do Investimento Anjo. 2.1 Capital Social: Formação e Funções. 2.2. Capital de Risco e Empreendedorismo. 2.3 Conceito de *Startup*. 2.4 O Ecossistema Empreendedor Brasileiro de *Startups*. 3. Do Investimento Anjo. 3.1 Nascimento do Instituto no Exterior. 3.2 Definição, Perfil e Expectativa do Investidor Anjo. 3.3 Regulamentação Pioneira do Investimento Anjo: Lei Complementar 155/2016. 3.4 Limitação da Responsabilidade do Investidor Anjo. 4. Conclusão. 5. Referências Bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

As *startups* são empresas consideradas jovens, com alto potencial de crescimento e que possuem um modelo de negócios repetível e escalável, inseridas em um ambiente de incertezas. Em 2021, as *startups* nacionais receberam cerca de US\$ 9,4 bilhões em aportes.¹ Em Maio de 2022, o Brasil possui 22 *startups* avaliadas em R \$1 bilhão de reais, conhecidas como “unicórnios”.

Em contrapartida, um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral no ano de 2015 constatou que cerca de 25% das startups criadas no Brasil acabam falindo em menos de 1 ano. E, pelo menos, 50% das startups chegam a falir em menos de 4 anos², tornando evidente que o investimento realizado nestes modelos de negócios são considerados de alto risco, o que acaba por dificultar a captação de recursos por parte dos empreendedores.

Em meio a este cenário de incertezas e de alto potencial de crescimento estão inseridos os investidores anjos. O investimento anjo é realizado por pessoas físicas com seu capital próprio com o objetivo de obter um elevado retorno financeiro. Já com relação aos empreendedores e criadores de inovações, a falta de crédito e de oportunidades não ofertadas pelas instituições bancárias acaba por ser preenchida pelos investidores anjos, que oferecem não apenas recursos financeiros, mas também conhecimento e/ou *networking*, impulsionando assim as possibilidades de êxito do negócio.

¹Disponível em: <https://forbes.com.br/forbestech/2022/01/startups-brasileiras-receberam-us-94-bi-de-investment-os-em-2021/>>. Acesso em: 06 mai,2022.

² Disponível em: <<https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>>. Acesso em: 06 mai,2022.

O presente artigo possui como escopo a análise jurídica da figura do investidor anjo no Brasil, considerando tamanha responsabilidade e impacto que possui no fomento do ecossistema empreendedor e na economia nacional. Considerando as peculiaridades dos aportes financeiros e suas consequências jurídicas, o presente estudo pretende contribuir de forma relevante para o Direito e para a comunidade empreendedora em geral, uma vez que, são muitos os pontos a serem analisados nessa complexa relação, entre eles: limites jurídicos, responsabilidades, obrigações tributárias, direitos e deveres dos investidores anjos no Brasil.

Por meio da pesquisa qualitativa, pesquisa bibliográfica (doutrinas nacionais e estrangeiras, sites de organizações especializadas no tema e agências do governo) e pesquisa documental (legislação nacional e periódicos) se dará a construção do presente trabalho. Possuindo como objetivo geral a análise da figura do investidor anjo no Brasil, de modo a compreender sua relevância no cenário econômico nacional.

Ainda, pretende-se investigar por meio dos seguintes objetivos específicos: a) a origem histórica do investimento anjo; b) o contexto socioeconômico em que estão inseridas as startups; c) examinar o regime jurídico aplicável à figura do investidor anjo no Brasil e suas limitações; d) analisar a relevância do investidor anjo no ecossistema empreendedor nacional.

No presente estudo partiremos da análise do contexto em que estão inseridos as *startups* e os institutos jurídicos que norteiam a construção de uma pessoa jurídica ou empresa. Sob o mesmo posto de vista, iremos classificar e delimitar as diversas características de uma *startup* e suas formas de captação de recursos. Por fim, analisaremos o regime jurídico aplicável ao investimento anjo, evidenciando os pontos principais e as consequências jurídicas. Iremos discorrer acerca de seus aspectos jurídicos, suas responsabilidades, obrigações, dos aspectos contratuais, entre outros, de forma a proporcionar a compreensão de seu papel no âmbito do empreendedorismo e da inovação.

Por meio da análise desses pontos pretende-se verificar o mérito do investimento anjo para o crescimento da economia nacional. Uma vez que, proporcionam ganhos não apenas para si próprios, mas para a economia como um todo, proporcionando a geração de empregos e tributos recolhidos, ainda acabam por incentivar o desenvolvimento de novas tecnologias.

2. EMPRESAS *STARTUPS* E A RELEVÂNCIA DO INVESTIMENTO ANJO

2.1 CAPITAL SOCIAL: FORMAÇÃO E FUNÇÕES

Em um primeiro momento cumpre observar que qualquer empreendimento empresarial, para que possa atingir seus objetivos, necessita contar com o capital social necessário para a atividade que se propõe. Existe uma discussão doutrinária acerca do conceito e função do capital social, e compreende-se que o capital social cumpre uma função econômica e também contábil.

A integralização do capital social pode ocorrer de formas distintas: por capitalização ou financiamento. Na primeira hipótese, os sócios realizam uma transferência do seu patrimônio pessoal para o patrimônio da pessoa jurídica e tornam-se proprietários de participação societária em valor correspondente, esses aportes financeiros não serão necessariamente remunerados e a pessoa jurídica não terá o dever de restituí-los. Na segunda hipótese, ocorre por meio de financiamento bancário ou autofinanciamento, e nesse caso a sociedade é obrigada a restituir aqueles que forneceram os recursos com os devidos acréscimos remuneratórios. Os aportes recebidos na forma de capitalização são apropriados sob a cifra contábil do capital social e recebem tratamento jurídico diferente do financiamento.³

O capital social pode ser subscrito e integralizado. No momento de constituição da sociedade, os sócios informam como irão contribuir para a formação do capital e no capital social estarão descritos os valores, a forma e o prazo para a concretização da transferência patrimonial. A subscrição precede a integralização, sendo uma espécie de promessa de transferência. Enquanto que, a integralização, por sua vez, é a transferência do bem ou dos bens imóveis, subscritos, para a empresa constituída de fato. Neste sentido, a integralização ocorre apenas com a efetiva transferência dos bens para a sociedade.

³ COELHO, Fábio U. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. São Paulo: Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9786559640683. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>. Acesso em: 14 set. 2022.

Para a constituição os sócios poderão oferecer dinheiro, bens ou até mesmo serviços, desde que esteja previsto no contrato social o valor e a forma de integralização por cada parte. Ainda, as prestações poderão ocorrer a vista ou a prazo. Partindo para uma análise principiológica, a relação entre suas funções e seus princípios norteadores estão estreitamente relacionados. Na medida em que, são condições sem as quais o ato não é realizado em sua forma devida.

No capital social, incidem os princípios da intangibilidade, congruência e realidade. Os princípios orientadores do capital social são debatidos pelos mais diversos doutrinadores, adotando-se no presente trabalho a classificação de Ivens H. Hübert.⁴ O princípio da intangibilidade visa assegurar que os valores aportados no capital social só deverão ser devolvidos aos sócios na hipótese de dissolução da sociedade e, desde que respeitado o procedimento adequado conforme ordena a lei. Logo, visa garantir a separação de fato entre o patrimônio pessoal dos sócios e o da sociedade. Por conseguinte, válido destacar os ensinamentos de Fábio Ulhoa Coelho:

Os recursos incluídos na conta do capital social sujeitam-se ao princípio da intangibilidade. Significa isto que não podem ser empregados pela companhia no pagamento de dividendos ou juros sobre o capital aos acionistas. Significa, também, que só poderão ser restituídos aos sócios na hipótese de dissolução da sociedade, mediante o procedimento de redução de capital social, ou no reembolso feito à conta do capital social.⁵

Com relação ao chamado princípio da congruência, o mesmo determina que o capital social deve possuir um valor adequado à atividade explorada pela sociedade e sua extensão. Logo, possui relação entre a ideia de adequação entre o montante de capital, o porte da sociedade e a finalidade a que se destina. Ainda, no direito brasileiro não existem formas e/ou instrumentos que possibilitem aferir essa regulação, não havendo a possibilidade de atestar se o capital social está adequado ao referido princípio, e não possui força normativa de fato. Por fim, o princípio da realidade determina que os bens e os créditos que integram o capital social devem refletir de forma exata no valor das quotas ou ações no ato da subscrição e, em momentos posteriores, ou seja, deve existir de fato o patrimônio da sociedade, o dinheiro e os

⁴ HUBERT, Ivens Henrique. **O capital social e suas funções na sociedade empresária**. 2007. 201 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, v. II, p.162.

bens que foram prometidos a título de capital social. ⁶

Conforme acima demonstrado, para a constituição de uma sociedade é imprescindível o aporte de recursos proporcionando assim o desenvolvimento saudável da atividade. Logo, o exame de questões legais quanto ao referido aporte deverá levar em consideração não apenas a legislação adequada, mas também os princípios norteadores (intangibilidade, congruência e realidade), assim como a devida adequação ao exercício das funções pretendidas como a produtividade, garantia e distribuição do poder societário.

2.2 CAPITAL DE RISCO E EMPREENDEDORISMO

O termo capital de risco (ou Venture Capital, como é conhecido) foi um termo difundido nos Estados Unidos pelo francês Georges Doriot. A origem desta forma de investimento é datada de 1946, quando a primeira Sociedade de Capital de Risco (SCR) surgiu. Esta modalidade de investimentos começou graças à sobra de recursos nos fluxos de caixa das companhias, utilizados para incrementar investimentos produtivos. American Research and Development Corporation foi a primeira empresa de capital de risco.

O capital de risco ou *venture capital* é uma modalidade de investimento de risco, onde são aplicados recursos financeiros em empresas que apresentam grande potencial de crescimento, basicamente empresas novas no mercado de inovação tecnológica, ou seja, *startups*. O investimento possui como objetivo principal impulsionar o negócio e aumentar seu faturamento exponencialmente. Dessa forma os termos empreendedorismo, inovação e tecnologia são muitas vezes mencionados de forma conjunta. No cenário nacional, o capital de risco abriu portas para diversas empresas brasileiras se expandirem e conquistarem novos mercados.

Com relação ao perfil do investidor (investidor de risco ou *venture capitalists*), os aportes de recursos podem ser feitos tanto por pessoa física quanto jurídica, além de colocarem dinheiro no negócio podem também auxiliar com sua experiência e conhecimentos no ramo empresarial, visando incentivar o crescimento exponencial no mercado. O principal critério para escolha de uma empresa deve ser o potencial atrativo de crescimento e inovação. Ainda, devem ser analisados os fatores internos e externos, como por exemplo identificar os

⁶ Op. cit. 4.

stakeholders (grupos e indivíduos que, de uma forma ou de outra, apresentam algum nível de interesse nos projetos, atividades e resultados de uma determinada organização)⁷, por influenciarem de forma direta no planejamento estratégico que deverá ser implementado no negócio. A avaliação do negócio deve ser realizada de forma minuciosa, assim como o perfil e comprometimento do empreendedor que possui grande parte da responsabilidade pelo sucesso do empreendimento.

Em breve síntese, é possível adequar os investimentos em capital de risco por segmentos de atuação, em conformidade com a etapa de desenvolvimento do negócio. Na medida em que, os investidores-anjo, fundos de *Seed Capital* e fundos de *Venture Capital* costumam aportar recursos em sociedades empresárias em seus estágios iniciais de desenvolvimento. Em contrapartida, os fundos de *Private Equity* realizam, em sua maioria, investimentos em sociedades empresárias que já possuem posição consolidada no mercado, que desejam expandir seus números e/ou possuem interesse em realizar sua oferta pública inicial na bolsa de valores (*IPO ou Initial Public Offer*).

Importante ressaltar que, o patrimônio aportado pelo investidor-anjo é retirado de seu patrimônio pessoal, enquanto os fundos de investimento costumam utilizar patrimônio de terceiros.

2.3 CONCEITO DE *STARTUP*

Nos dias atuais vivemos rodeados de inovações tecnológicas promovidas por *startups*. Utilizamos as redes sociais: *Facebook, Instagram, Tik Tok, Youtube*, etc. No ramo de transportes utilizamos os serviços oferecidos pela *Uber* e pelo *Waze*, além disso utilizamos também os serviços oferecidos pelos bancos digitais, como o *Nubank*. Os poucos exemplos acima mencionados demonstram a importância e a presença marcante dessas empresas e de seus serviços em nosso dia a dia, considerando que emergiram em um cenário de adversidades, em meio a incertezas e dificuldades.

⁷ REIS, Tiago. Stakeholder: o que é e qual sua importância em uma empresa?. São Paulo, 5 jul. 2018. Disponível em: <https://www.sunoo.com.br/artigos/stakeholder/#:~:text=Os%20stakeholders%20s%C3%A3o%20as%20pessoas,de%20maneira%20positiva%20ou%20negativa>. Acesso em: 25 set. 2022.

As *startups* proporcionam mudanças significativas na vida de milhares de pessoas dia após dia, de uma forma acelerada e em ritmo crescente. A tendência da tecnologia é tornar-se cada vez mais avançada e mais desenvolvida.

Para proceder com a análise do investidor anjo no Brasil é de suma importância limitar o conceito de *startup* a ser adotado neste trabalho. *Startup* não se trata de uma empresa, mas sim do estágio inicial de desenvolvimento de uma empresa, fortemente caracterizado pela ausência de processos internos e organizações, no qual esta é movida pelos impulsos de comercialização de uma ideia inovadora preferencialmente disruptiva. Ainda, fase essa que costuma ser marcada pela falta de definição de um modelo de negócios claro. No mercado das *startups*, o termo disruptivo é mencionado com frequência por serem empresas que estão geralmente ligadas com inovações tecnológicas, que são capazes de romper com a forma pela qual determinado nicho de mercado se relacionava antes do surgimento do produto/serviço oferecido por uma startup.

Entretanto, não há obrigação que o modelo de negócios seja disruptivo. Nada impede que as inovações trazidas pelas *startups* tenham como base inovações incrementais ou radicais, sem que seja qualificada como disruptiva. Ainda, as *startups* costumam buscar produtos e/ou serviços escaláveis, ou seja, baseiam-se no modelo de negócios que apresenta crescimento acelerado sem precisar aumentar os custos na mesma proporção. Trata-se da possibilidade de rápida ampliação e expansão no mercado, fator esse que será decisivo para obter a monetização adequada dentro do modelo de negócios, que tenderá a um crescimento exponencial, tornando-se rentável.

Ainda, segundo a Associação Brasileira de *Startups* (ABS), a *startup* possui relação direta com o desenvolvimento de produtos e/ou serviços inovadores por meio do emprego de tecnologia, e pode ser definida da seguinte forma: “É um momento na vida de uma empresa, onde uma equipe multidisciplinar busca desenvolver um produto/serviço inovador, de base tecnológica, que tenha um modelo de negócio facilmente replicado e possível de escalar sem aumento proporcional dos seus custos”.⁸

⁸ Tudo que você precisa saber sobre startups. Associação Brasileira de Startups. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/07/05/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-startups/>> Acesso em: 06 Out. 2022.

Por serem consideradas um negócio inovador, as *startups* são desenvolvidas em meio a um cenário de incertezas, pois não possuem garantias e não sabem se haverá retorno ao investimento realizado. Diferentemente das organizações tradicionais, as *startups* não contam com um modelo de negócio previamente estabelecido, já que sua viabilidade será validada por meio das respostas dos consumidores. Dessa forma, uma amostra é lançada no mercado e a partir dos resultados, serão desenvolvidas melhorias que poderão aumentar as chances de sobrevivência.⁹

Ademais, além dos critérios acima elencados, uma *startup* é marcada pela necessidade de capital de terceiros para sustentar a operação inicial pela impossibilidade de obtenção de receitas próprias. Logo, as *startups* costumam passar por rodadas de investimentos. O dinheiro costuma vir de familiares e amigos, investidores anjos ou de outros tipos de investimentos como o *crowdfunding* (financiamento coletivo) e o *crowdinvesting* (investimento coletivo), feitos para se obter aportes de pequeno valor em meio a um grande número de pessoas, viabilizando o financiamento almejado pelo negócio.

No âmbito legislativo, o conceito de *startups* foi mencionado em primeiro momento pela Lei Complementar 123/2006¹⁰, posteriormente alterada pela Lei Complementar 167/2019. Dispõe o art. 65-A, § 1º, a seguinte redação:

[...] § 1º Para os fins desta Lei Complementar, considera-se **startup** a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, os quais, quando já existentes, caracterizam **startups** de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam **startups** de natureza disruptiva.

⁹ PIMENTA, E. G.; LANA, H. A. Startups, aceleração, incubação e ecossistema empreendedor. Revista Vox, [S.l.], n. 11, p. 162-195, jan./jun. 2020.

¹⁰ BRASIL. Congresso. Senado. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. Brasil, 15 dez. 2006. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 27 set 2022.

O Marco Legal das Startups, ou LC 182/2021¹¹ revogou o dispositivo supracitado e passou a adotar critérios objetivos para o enquadramento das empresas de inovação no conceito de *startup*, visando seu enquadramento ao regime jurídico criado. Com base na leitura do art. 4º da referida lei, entende-se que constituem *startup* empresas recém-constituídas ou que iniciaram suas operações recentemente, quando sua atuação caracteriza-se pela inovação aplicada ao modelo de negócios ou a produtos e serviços ofertados.

2.4 O ECOSISTEMA EMPREENDEDOR BRASILEIRO DE *STARTUPS*

O conceito do termo “*ecossistema de startups*” ou “*ecossistema empreendedor*”, não possui uma definição clara. Podemos entender o emprego do termo fazendo analogia ao seu significado na Biologia: trata-se de um sistema formado por diversas interações entre organismos e elementos da natureza, como plantas, animais, ar, terra e água. Assim, trazendo para o contexto das *startups*, temos um ambiente empresarial complexo onde empreendedores, investidores e pesquisadores se relacionam e trocam experiências com um objetivo em comum: impulsionar o empreendedorismo inovador no país.

As empresas *startups* tendem a aumentar suas chances de sucesso quando estão inseridas em um ecossistema empreendedor que estimula seu desenvolvimento empresarial e inovador. Nesse sentido, podemos tomar como referência o Vale do Silício, localizado na Califórnia (EUA), mundialmente reconhecido pelo sucesso no desenvolvimento empreendedor e que produziu, no período de um ano, mais *startups* bem sucedidas que diversos países são capazes de produzir em anos.

Em um mesmo cenário, estão concentradas empresas de tecnologia, coworkings, aceleradoras, incubadoras e outros atores (como investidores anjo) conectando-se em nome da inovação nos negócios. Dessa forma, a combinação dessas variáveis estimulam o desenvolvimento da atividade empreendedora. Assim, podemos concluir que outras nações também possuem capacidade para desenvolver seu ecossistema empreendedor próprio.

¹¹ BRASIL. Congresso. Senado. Lei Complementar nº 182, de 1 de junho de 2021.. Brasil, 2 jun. 2021. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 06 maio 2022.

O movimento empreendedor no Brasil possui muitas variáveis a serem analisadas. O mercado brasileiro possui alguns diferenciais competitivos como o crescimento no volume de potenciais consumidores e o aumento do acesso à tecnologia. Ainda, houve um aumento da disponibilidade de crédito e aumento nos investimentos de grande porte e possibilidade de crédito. O Brasil possui algumas microrregiões que podem ser consideradas como “embriões” de um ecossistema empreendedor, como por exemplo: a região de Porto Digital, em Recife (Meira, 2013) e São Paulo (Startup Genome, 2017).

Um estudo elaborado pelo Núcleo de Inovação e Empreendedorismo da Fundação Dom Cabral em 2015¹² sobre as *startups* brasileiras, concluiu que pelo menos 25% das *startups* “morrem” com um tempo menor ou igual a um ano, e pelo menos 50% “morrem” com um tempo menor ou igual a quatro anos. Ainda, os pesquisadores constataram que o local de instalação também pode determinar as chances de sucesso do negócio. Caso venha a se instalar em uma aceleradora, incubadora ou em um parque tecnológico poderá ser um fator de proteção para a sobrevivência do negócio, quando comparado às *startups* instaladas em escritório próprio.

O mercado brasileiro de *startups* possui variáveis competitivas e potencial para crescer de forma exponencial, assim como outras nações desenvolvidas. Entretanto, é necessário compreender que o empreendedorismo (principalmente o de alto impacto) requer decisões rápidas e dinâmicas, que acompanhem a velocidade de avanço das tecnologias, características que precisam ser trabalhadas com mais afinco no país, visando a maximização dessas vantagens competitivas. Sobre o mercado brasileiro de *startups* argumentam os autores Feigelson, Nybo e Fonseca:

Assim, pode-se chegar a três importantes conclusões: a) o empreendedor encontra em determinados ambientes fatores que são incentivadores e favorecem-no em sua atividade de inovação, o que gera uma aglomeração empreendedora em determinados espaços e um hiperdesenvolvimento destes; b) alguns ambientes, por inúmeros fatores, inclusive suas estruturas legais, como exposto acima, desenvolvem-se extraordinariamente, podendo ser considerados polos de atração de empreendedores e de negócios com grande potencial de desenvolvimento; e c) no

¹² Disponível em: <<https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>>. Acesso em: 06 mai,2022.

Vale do Silício, pelo menos, o Direito foi especialmente relevante em seu desenvolvimento.¹³

Nesse sentido, mesmo que o modelo regulatório apresente sinais de evolução, deverá ser ajustado a fim de acompanhar as evoluções e o dinamismo da tecnologia, possibilitando um ecossistema saudável para o desenvolvimento dos negócios. Dentre as medidas necessárias para a construção de um ecossistema, está a necessidade de oferecer maior proteção ao investidor, como forma de incentivar o investimento em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. Ainda, oferecer capacitação e conhecimento para profissionais no mercado - sendo empreendedores ou não, estão entre as possíveis medidas.¹⁴

3. DO INVESTIMENTO ANJO

3.1 NASCIMENTO DO INSTITUTO NO EXTERIOR

Os primeiros registros do emprego do termo “investidor anjo” remetem aos Estados Unidos, onde no início do século XX era utilizado para identificar os investidores que realizavam investimentos considerados de risco, em produções teatrais na *Broadway*, possivelmente em busca de aprovação social.

Os investidores assumiam diretamente o risco do negócio ao adquirir a participação dos organizadores nos eventos teatrais, à medida em que poderiam não receber de volta o valor aportado no empreendimento. Como forma de mitigar esse risco os investidores não apenas aguardavam de braços cruzados, mas também ofereciam todo o suporte necessário para garantir o sucesso da execução do evento, a fim de proporcionar um retorno financeiro satisfatório.

Nos séculos seguintes, XIX e XX, o fundador da Ford (Henry Ford) e o cientista responsável pela descoberta do telefone (Alexander Bell) também se capitalizaram via

¹³ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **DIREITO DAS STARTUPS**. São Paulo: Saraiva Jur, 2018, pg. 20.

¹⁴ NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. **Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado**. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2015.

investimento anjo. A Ford recebeu aporte inicial de cinco investidores equivalente ao valor de US \$41,5 mil dólares e quinze anos depois a participação dos investidores passou a valer cerca de US \$145 milhões.¹⁵

Atualmente utilizamos o termo para nos referir a indivíduos que realizam aportes financeiros em empresas em seus estágios iniciais de desenvolvimento (*startups*). Nos Estados Unidos, os investidores costumam ser qualificados (*accredited investors*) nos termos do regulamento da SEC (Security and Exchange Commission's (órgão equivalente à Comissão de Valores Imobiliários - CVM), que determina o cumprimento de alguns requisitos específicos.¹⁶

Os investidores anjo devem ser considerados como peças-chaves responsáveis pelo crescimento acelerado e pelo sucesso da maioria das *startups*, pois atuam com base no risco e nas chances de retornos exponenciais à medida em que proporcionam aos empreendedores não apenas recursos financeiros, mas ensinamentos valiosos como conhecimento de mercado, rede de distribuidores/*network* e outras lições baseadas em suas experiências. Assim, os *angels* direcionam as *startups* a um patamar que, sozinhas, levariam anos para alcançar ou até mesmo seria inatingível para alguns.

3.2 DEFINIÇÃO, PERFIL E EXPECTATIVA DO INVESTIDOR ANJO

O termo “investidor anjo” vem sendo desenvolvido ao longo dos anos, e existem dezenas de definições para o conceito dessa figura-chave para o cenário do empreendedorismo nacional e mundial. No presente, podemos empregar o conceito elaborado por Cassio Spina, que define os investidores anjo como “pessoas físicas que investem seus recursos financeiros próprios em negócios emergentes, isto é, que estejam em fase inicial de seu desenvolvimento, agregando o seu conhecimento, experiência e relacionamentos adquiridos em sua carreira executiva ou empresarial, para o empreendedor.”¹⁷

¹⁵ MORRISSETE, Stephen G. A profile of Angel Investors. The Journal of Private Equity, vol. 10, nº 3, pp. 52-66. Nova York, Institutional Investor Journal: 2007.

¹⁶ Disponível em: <<https://endeavor.org.br/dinheiro/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>>. Acesso em: 06 out, 2022.

¹⁷ SPINA, Cássio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 294.

Ainda em termos conceituais, os investidores anjos são agentes que possuem vultoso patrimônio acumulado e realizam o financiamento de *startups* de alto potencial por meio da dívida conversível em uma futura participação societária ou participação direta. Majoritariamente, esses investidores são ex-empresendedores que buscam reviver a emoção de estarem inseridos no ecossistema empreendedor e, auferir lucro por meio do impulsionamento/inserção de novos negócios no mercado, investindo tanto sozinhos como em grupos e/ou associações.

Já a StartSe¹⁸, plataforma de conhecimento em negócios que visa simplificar o dia a dia de quem se interessa por investimentos e *startups*, conceitua o investimento anjo conforme definição abaixo:

Hoje, o investidor-anjo é conhecido não só por ajudar financeiramente a empresa, como também por trazer experiência e conhecimento.

Investidores-anjo são pessoas físicas que aplicam o próprio patrimônio – geralmente, entre 5% e 10% – em empresas de alto potencial de retorno (*startups*, em sua maioria).

Sua importância está no fato de que, além de ajudar financeiramente a startup, eles também trazem suas experiências e rede de contatos para auxiliar os negócios. Esse tipo de assistência também é conhecido como *smart money*, ou seja, dinheiro que vem acompanhado de conhecimento.

Apesar das mais variadas definições e conceitos algumas características merecem evidência: (a) o investidor anjo aporta recursos extraídos de seu capital próprio, normalmente em percentuais considerados baixos (variam entre 5% a 10%) do seu patrimônio total, em empresas consideradas “embrionárias”; (b) além dos recursos financeiros aportados, o investidor também oferece sua experiência adquirida ao longo dos anos, tornando-se uma espécie de mentor/orientador da empresa, agregando muito ao negócio com seu *networking* e conhecimento acumulado; (c) a combinação entre o aporte de recursos financeiros e a *expertise*, que em conjunto (*smart money*) possibilita um retorno financeiro considerável ao investidor anjo.

¹⁸ A StartSe foi criada em 2015 com o objetivo de conectar investidores à *startups*. Oferecem material e conteúdo informativo sobre o ecossistema empreendedor brasileiro de *startups*.

Por ser considerado como um mentor do negócio, o investidor anjo não costuma se envolver na administração direta da empresa, sendo denominado por alguns doutrinadores como um sócio “não executivo”, assim como defende Cassio Spina¹⁹. No entendimento do autor, por possuir uma participação societária minoritária do empreendimento, sempre possuirá menos controle que o empreendedor/fundador do negócio. Geralmente as participações ficam entre o percentual de 15% e 30%.

Inevitável pensar em empresas como *Facebook*, *Google*, *Airbnb* ou até mesmo *Uber*, quando nos referimos a *startups* de sucesso. Entretanto, os anjos não se limitam ao aporte de recursos em setores específicos, pois o investimento anjo também abrange qualquer outro segmento de negócios. Geralmente, o fator decisivo para a escolha da área comercial em que serão aportados os recursos financeiros é definida pela *expertise* e vivência do investidor. Entre as áreas comerciais em que os *angels* atuam podemos mencionar finanças, varejo, tecnologia da informação, farmacêutica, construção civil, entre outras.

A versatilidade de mercado é um valioso diferencial com relação às demais fontes de captação de recursos. O foco da análise do investidor é o potencial de lucratividade do negócio e não consiste em apenas uma área delimitada. Ao passo que, fundos de *Venture Capital*, por exemplo, costumam ser mais restritos a setores específicos de indústria.

Em realidade, como já vimos acima, o investidor anjo não proporciona para a *startup* apenas recursos financeiros, mas sim sua experiência, conhecimento e rede de contatos, que em conjunto com os aportes financeiros, alavancam o crescimento do negócio. Logo, essa combinação de fatores faz o investidor anjo ser tão relevante para o desenvolvimento das empresas em fases “embrionárias” que essa combinação de fatores é denominada como “*smart money*” - aporte de capital e mentoria.

Nesta perspectiva, o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), define “*smart money*” como dinheiro inteligente²⁰:

¹⁹ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011.

²⁰SEBRAE. Smart money: como captar esse investimento para a sua startup? [S. l.], 24 maio 2021. Disponível em: <<https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/pe/artigos/smart-money-como-captar-esse-investimento-para-a-sua-startup,a43bf2b8d20a9710VgnVCM100000d701210aRCRD>>. Acesso em: 11 out. 2022.

Traduzindo livremente, Smart Money significa dinheiro inteligente. Explicando em outras palavras, essa expressão serve para designar investidores que aportam capital na empresa e participam da tomada de decisões do negócio. Porém, juntamente ao dinheiro, eles oferecem todo o conhecimento e o networking do investidor é colocado para potencializar os resultados. Na prática, o investidor deixa de ser apenas um provedor financeiro e passa a fazer parte do dia a dia de uma startup. Logo, ele participa ativamente da tomada de decisões e da resolução de problemas que possam surgir no negócio. Portanto, o investidor passa a ser um profissional que entende daquele empreendimento e pode agregar muito valor à empresa, contribuindo de forma significativa para o seu crescimento. Assim, eles trazem toda a sua experiência e aplicam-na no negócio em que acabaram de investir.

As razões que levam as pessoas a se tornarem investidores anjos são diversas, além do retorno financeiro, alguns começam a investir para retribuir a ajuda que receberam em algum momento ou também como forma de adquirir conhecimento. Um fator relevante é que o anjo acompanha a empresa desde o seu nascimento e inserção no mercado de negócios, não havendo a necessidade de se preocupar com possíveis ilícitos e/ou informalidades, como acontece em empresas que já estão estabelecidas há mais tempo, evitando problemas futuros.

Dentre os benefícios de tornar-se um investidor anjo, preliminarmente devemos citar o relevante potencial de lucro. O risco de aportar recursos financeiros em empresas ainda em estágio de desenvolvimento inicial é considerado alto. Em contrapartida, a possibilidade de retorno financeiro costuma ser muito maior que o capital investido se comparado a qualquer outro ativo disponível no mercado financeiro. Logo, apesar do risco do negócio ser alto, a chance de lucro costuma ser o principal atrativo desse modelo de investimento.

A oportunidade de estar no meio inovador e ter contato com esse ecossistema também atrai muitos investidores. A oportunidade de poder apoiar ideias disruptivas e que vão impactar a vida de dezenas de pessoas positivamente. Trata-se de uma troca de informações que beneficia o investidor com conhecimento, e não apenas no aspecto financeiro. Quando o anjo investe em um novo negócio, a princípio, não é necessário estar à frente da empresa, controlando cada passo do negócio, e mesmo assim poderá receber ganhos financeiros consideráveis. Ainda, poderá também incrementar sua rede de contatos, com startups disruptivas e seus criadores talentosos.

Além disso, há a possibilidade de alinhamento entre o investimento e seus propósitos

peçoais. Quando o investidor escolhe uma *startup* para injetar recursos, além de avaliar a chance de obter retorno financeiro, também avalia todo o contexto que envolve o negócio, como a possibilidade de aportar recursos em um negócio que, por exemplo, irá alavancar a representatividade de mulheres no mercado de negócios — historicamente dominado por homens.

Para ser considerado um investidor anjo não há um padrão ideal de aplicação, mas é recomendado que não haja comprometimento superior a 10% do seu patrimônio total. Ainda, não há necessidade de possuir uma fortuna vultosa, pois o investimento costuma ser realizado em conjunto com demais investidores visando a diluição de riscos, e pode variar entre R \$50.000,00 (cinquenta mil reais) a R \$600.000,00 (seiscentos mil reais).

Os investidores, de forma geral, são pessoas físicas, geralmente executivos ou empreendedores que já possuem um conhecimento agregado advindo de experiências anteriores no ramo dos negócios. Outro ponto importante é a diversificação da carteira de investimentos possibilitando a diminuição dos riscos que são considerados elevados. Com um portfólio variado, as chances de obter retorno financeiro aumentam consideravelmente.

Como forma de receber orientação e mitigar os riscos do investimento, a tendência atual é a designação de um investidor-líder (*Lead Investor*), que toma a frente das negociações e faz uma análise prévia do projeto para apresentar posteriormente aos investidores-anjo que possuem interesse em realizar aportes financeiros em *startups*.

Outros fatores devem ser analisados, como as competências que o investidor deve possuir a fim de agregar valor à *startup*, como conhecimento e expertise na área escolhida, um histórico profissional robusto, conhecimento do mercado e uma valiosa rede de contatos.

No Brasil, o investimento anjo ainda é considerado uma prática recente. Após a edição da Lei Complementar 155/2016²¹, que visa fomentar o desenvolvimento de pequenas empresas por meio da desburocratização da legislação aplicável, esse meio de captação de recursos ganhou maior destaque no cenário nacional. Segundo dados obtidos pela Anjos do Brasil²², o volume de investimento anjo em *startups* aumentou em 17% em 2021 em

²¹ BRASIL. Congresso. Senado. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016.. Brasil, 28 out. 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 06 maio 2022.

²² Fundada em 2011 por Cassio Spina, é a rede mais antiga e tradicional do ecossistema de *startups* do Brasil, responsável por disseminar a cultura do investimento anjo no país.

comparação com o ano de 2020, sendo retomado o patamar de 2019, antes da pandemia ocasionada pelo COVID-19. Ainda, já somam R\$ 1 bilhão de reais os valores aportados em 2021 no país.

Apesar de ser um número bastante expressivo, o volume de investimentos no Brasil ainda corresponde a 0,70% dos investimentos aportados em *startups* nos Estados Unidos, onde os valores investidos se aproximam de US\$ 29 bilhões anualmente. Ainda, com relação ao número total de investidores, houve um aumento de 13% e hoje, os investidores anjo no Brasil já somam 7.834.

A pesquisa²³ mapeou o perfil dos referidos investidores brasileiros, e conclui que: 91% dos investidores são brancos, 3% se declaram como pretos, pardos ou indígenas e 4% são amarelos. Ainda, a participação das mulheres ainda é baixa em relação ao percentual masculino no mercado, cerca de 16% correspondem à participação das mulheres do mercado. A evolução do ecossistema brasileiro de startups com relação ao tema diversidade acontece lentamente apesar de apresentar um sinal de evolução com relação a anos anteriores.

O Brasil possui potencial para expandir o volume de aportes no mercado de *startups*, considerando o PIB do país, o valor deveria ser de aproximadamente R\$ 10 bilhões de reais. Porém, para que seja viável, a criação de políticas públicas de fomento ao investimento em *startups* se faz necessário.

A figura do investidor anjo no âmbito legislativo apareceu pela primeira vez após a publicação da Lei Complementar 155/2016. O conceito jurídico está inserido no art. 61-A, *caput*, e nos parágrafos 1º e 2º do referido dispositivo, conforme abaixo:

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.

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

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

²³ Pesquisa realizada pela Anjos do Brasil, organização referência no investimento anjo brasileiro, efetuada por amostragem com investidores anjo seguindo metodologias internacionais, considerando o mercado total de investimento anjo (ano base 2020).

Conforme demonstrado, a LC 155/2016 admite que o investimento anjo poderá ser realizado por meio de pessoa física ou jurídica, aportando capital em uma empresa de pequeno porte ou microempresa, não integrando o capital social da referida empresa. Ainda, o art. 61-D da LC 155/2016 também autoriza os investidores a realizarem o aporte de capital por meio de fundos de investimento.

3.3 REGULAMENTAÇÃO PIONEIRA DO INVESTIMENTO ANJO: LEI COMPLEMENTAR 155 DE 2016

A Lei Complementar nº 155 de 27 de outubro de 2016, trouxe mudanças importantes para o cenário do empreendedorismo brasileiro e buscou construir uma base para implementar, oficialmente, um modelo de investimento anjo brasileiro. A LC 155/2016 promoveu alterações na Lei Complementar 123/2006 (Lei do Simples Nacional), que trata do regime diferenciado a fim de favorecer e estimular os pequenos negócios conforme previsão da Constituição Federal de 1988. A Lei do Simples Nacional prevê algumas medidas buscando estimular o desenvolvimento de microempresas e empresas de pequeno porte, como a implementação de um regime simplificado de recolhimento de tributos e o facilitamento do acesso ao crédito, à justiça e o estímulo ao estudo e desenvolvimento de inovação e exportação.

A Lei Complementar 155/2016 introduziu a figura do investidor anjo no ordenamento jurídico brasileiro, por meio dos artigos 61-A a 61-D, para facilitar o aporte de recursos em negócios que trabalham com a inovação. A lei não menciona de forma direta as *startups*, apesar de exigir que as empresas beneficiárias possuam caráter disruptivo e os recursos sejam utilizados para inovação. Ainda, a Lei traz critérios objetivos para a definição do porte da empresa, utilizando a receita bruta como critério.

Apesar de muito comum no exterior, o investimento anjo tem ganhado maior destaque nos últimos anos, associações e grupos como Anjos do Brasil²⁴ e StartSe²⁵, auxiliam no compartilhamento e divulgação de informações pertinentes sobre o tema, incentivando cada vez mais pessoas a explorar essa modalidade de investimentos.

²⁴ Op. cit. 22.

²⁵ Op. cit. 18.

Conforme supracitado, o artigo 61-A, *caput* e os parágrafos 1º e 2º tratam de conceituar o modelo brasileiro de investimento anjo e delimitar quais empresas poderão receber os aportes financeiros por parte desses investidores. A principal contribuição trazida pelo *caput* do art. 61-A refere-se a indicação explícita de que o capital social aportado pelo investidor anjo não deverá integrar o capital social da empresa. Em linhas gerais, a Lei Complementar nº 155 de 2016 menciona pela primeira vez o contrato de participação como instrumento jurídico viável para realização do investimento anjo. Quando comparado aos contratos mencionados no Código Civil, o contrato de participação pode ser considerado um contrato atípico, assim a LC 155/2016 buscou acrescentar requisitos formais a fim de aproximar o respectivo contrato com uma forma prescrita na legislação brasileira.

Apesar da LC 155/2016 indicar requisitos formais para a elaboração de um contrato dessa natureza jurídica, as partes são livres para estipular novas disposições. Inclusive, considerando a natureza do investimento em negócios disruptivos e seu grande potencial de retorno financeiro, nada impede que haja a inclusão de uma cláusula prevendo a possibilidade de conversão do aporte realizado em capital social da empresa.

Assim, a LC 155/2016 estabelece elementos fundamentais para caracterização do contrato de participação de investidor anjo, já no § 1º do art. 61-A determina que : (a) o objeto do contrato deverá indicar como finalidade, expressamente, o fomento à inovação e investimentos produtivos; (b) o contrato não deve possuir vigência superior a 7 (sete) anos. O parágrafo § 2º do referido dispositivo traz uma informação relevante sobre o assunto e determina que o aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou jurídica, podendo os investidores se organizarem por meio de grupos ou pessoas jurídicas para fomentar modelos de planejamento de investimentos.

Os parágrafos 3º e 4º mencionam alguns apontamentos relevantes para regulação do contrato de participação no âmbito do investimento anjo. O parágrafo 4º, inciso I, informa que o investidor anjo não deverá ser considerado sócio da sociedade e não possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa. Essa restrição imposta pelo legislador, possui como principal objetivo impedir que um sócio que possui participação na fundação da empresa, utilize a proteção conferida ao investidor anjo para limitar sua responsabilidade, conforme veremos com mais detalhes a seguir. O inciso III do parágrafo 4º indica que o investidor anjo deverá ser remunerado por seus aportes em até cinco anos. Trata-se de uma

espécie de “prazo de carência” estabelecido pela lei para o início da remuneração correspondente aos valores aportados pelo investidor. Assim, não há impedimento que a remuneração tenha início logo após a assinatura do contrato, mas o prazo máximo de cinco anos deverá ser respeitado. Enquanto isso, o § 7º do art. 61-A estabelece o prazo para exercício do direito de resgate após decorrido no mínimo dois anos do aporte de capital, desde que respeitadas algumas restrições na forma do art. 1.031 do Código Civil.²⁶

O parágrafo 6º do art. 61-A determina que ao final de cada período, o investidor anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, nos termos do contrato de participação, desde que não seja superior a 50% dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte. Assim, trata-se de uma possibilidade de remuneração atribuída à figura do investidor.

Neste sentido, o art. 61-C possibilita ao investidor o exercício de atribuições bastante conhecidas no âmbito do Direito Societário: o direito de preferência e o direito de venda conjunta. Logo, o direito de venda conjunta confere ao investidor a faculdade de incluir seu aporte financeiro em uma operação de alienação das quotas da sociedade a um terceiro, sendo sua participação adquirida nas mesmas condições e termos em que os demais sócios alienaram suas quotas. Com relação ao direito de preferência, os sócios da empresa que desejarem alienar suas quotas em determinada sociedade deverão oferecer primeiramente aos demais sócios e ao investidor que possui capital aportado na empresa, e apenas em caso de recusa desses poderão oferecer a terceiros interessados, caracterizando-se assim o direito de preferência.

E finalmente, o art. 61-D garante a possibilidade de aportar recursos como investidores anjos em microempresas e empresas de pequeno porte por meio de fundos de investimento. Em um panorama anterior à Lei Complementar 155, os fundos de investimento não podiam aportar recursos por meio de mútuos conversíveis²⁷ e como alternativa utilizavam debêntures, o que acabava por impedir o aporte de recursos em menor valor e desestimular o investimento em empresas em estágio de desenvolvimento.

²⁶ 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: . Acesso em 12.10.2022.

²⁷ Trata-se de contrato de empréstimo de dinheiro (mútuo) com devolução em participação societária após o vencimento, ou devolução do dinheiro corrigido e, em alguns casos, com juros.

3.4 LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DO INVESTIDOR ANJO

A Lei Complementar 155 de 2016 estabeleceu critérios importantes para a regulação do investimento anjo no Brasil e tratou de garantir proteção a essa figura, estabelecendo limites a fim de evitar a responsabilização em alguns casos — como por exemplo, a desconsideração da personalidade jurídica da empresa ou recuperação judicial.

Conforme já mencionado anteriormente, a relação entre investidor e *startup* não deve ser considerada como uma relação societária, apesar de possuir características de uma relação tipicamente societária, como: a remuneração dos investidor, a possibilidade de *tag along*, o fato do investidor anjo agir como uma espécie de mentor no desenvolvimento do negócio. Assim, a incidência dessas questões acaba por gerar confusão acerca da responsabilidade do investidor.

Visando esclarecer esse ponto, a Lei Complementar 155 de 2016 estabeleceu em seu parágrafo 4º, inciso II, a seguinte redação: “II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406²⁸, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil”. Assim, ao inserir essa determinação, o legislador buscou atrair um maior número de investidores, visto que a exclusão da responsabilidade é um grande atrativo e uma tentativa de diluição dos riscos do investimento.

Naturalmente, a atividade de realizar aporte de valores em empresas que estão em fase inicial de desenvolvimento e ainda buscando sua consolidação no mercado, oferece um risco potencial a quem está investindo, portanto, existem incertezas quanto ao sucesso do negócio e retorno do investimento aportado. Ademais, co-existem os riscos comuns a toda e qualquer atividade empresarial, onde os sócios possuem responsabilidade ainda que essa responsabilidade seja limitada ao valor de sua quota. Assim, quando decretada a desconsideração da personalidade jurídica, o patrimônio pessoal dos sócios acaba por ser afetado.

²⁸ Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica

Para evitar qualquer chance neste sentido, a LC 155/2016 estabelece expressamente que o investidor anjo não deverá ser considerado sócio da empresa. Uma vez que, o investidor não possui qualquer direito de gerência, gestão ou administração sobre a *startup* e possui como objetivo retorno econômico pessoal, não havendo espaço para vir a ser responsabilizado por quaisquer questões relativas à administração do empreendimento. Neste mesmo sentido, a LC 155/2016 além de vedar expressamente a desconsideração da personalidade jurídica, o contrato de participação não cria sujeito de direito entre eles, não havendo personalidade a ser desconsiderada.

Entretanto, não está excluída eventual responsabilização do investidor caso passem a atuar de forma ativa na gestão e administração da empresa, por meio de uma deturpação da atividade de mentoria, caso que deverá ser analisado perante os Tribunais de Justiça de forma minuciosa.

4. CONCLUSÃO

No Brasil e ao redor do mundo, os empreendedores instrumentalizam a inovação por meio das *startups*. As *startups* são modelos de negócio que possuem perspectiva de crescimento acelerado e operam inseridas em um cenário de incertezas. Mesmo que possuam uma ideia ou proposta disruptiva e inovadora, enfrentam diversas dificuldades principalmente advindas da escassez de fontes de captação de recursos para suas atividades, falta de estrutura para ingressar no mercado de capitais ou falta de patrimônio pessoal para oferecer em garantia para obtenção de financiamento bancário.

Ante o exposto, percebe-se o quão relevante a figura do investidor anjo se faz para o crescimento e desenvolvimento do ecossistema brasileiro de *startups*. Na medida em que, os *angels* acabam por preencher a lacuna ocasionada pela barreira de acesso ao crédito mediante as instituições financeiras tradicionais, que muitas vezes não estão dispostas a assumir o risco do empreendimento. E além de fornecer recursos financeiros, oferecem também mentoria — ou *smart money*, através da experiência adquirida ao longo da carreira, conhecimento de mercado, rede de distribuidores ou *network* e elevam as *startups* a patamares que naturalmente levariam anos para alcançar ou até mesmo inatingíveis.

A Lei Complementar 155 de 2016 introduziu oficialmente a figura do investidor anjo no Brasil e criou o instituto do contrato de participação, como uma opção mais segura para operar esse tipo de financiamento. A aprovação desse dispositivo foi um marco regulatório muito importante para o setor de inovação, tendo como objetivo principal facilitar o acesso de empresas nascentes a investimentos e crédito. Através dessa lei, criou-se uma forma híbrida de realização de investimentos, onde há elementos de operações de crédito atrelados a institutos societários.

Nesta perspectiva, foram feitos ajustes a fim de blindar o patrimônio do investidor anjo e evitar que ocorra a responsabilização em razão de questões administrativas do negócio, uma vez que, o investidor não possui direito a gerência ou a voto na administração da empresa. Dessa forma, quando o investimento é realizado por meio do contrato de participação, os *angels* possuem maior segurança jurídica, o que não acontece na mesma medida com os investidores que aportam recursos com base em um contrato de mútuo conversível.

Por fim, evidenciamos a dimensão do impacto positivo que os investidores anjos exercem sobre nosso ecossistema através de aportes financeiros e intelectuais. Por meio do emprego do *smart money*, estimulam o desenvolvimento e a inovação do mercado, aumentam a arrecadação de impostos ao Estado e possibilitam a abertura de novos postos de emprego. Apesar disso, a figura do investidor anjo não é tão mencionada e conhecida por muitos, sendo este o principal objetivo do presente trabalho, a análise jurídica desse instituto e evidenciar sua relevância no ecossistema empreendedor brasileiro de startups.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABSTARTUPS. **Tudo Que Você Precisa Saber Sobre Startups**. 2017. Elaborada por Associação Brasileira de Startups. Disponível em: <https://abstartups.com.br/o-que-e-uma-startup/>. Acesso em: 06 maio 2022.

ANJOS DO BRASIL. **Pesquisa e Dados**. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados#:~:text=O%20volume%20de%20investimento%20anjo,bilh%C3%A3o%20pelos%20investidores%20anjos%20brasileiros.>>. Acesso em: 12 out. 2022.

BRASIL. Congresso. Senado. **Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006**. Brasil, 15 dez. 2006. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 27 set 2022.

BRASIL. Congresso. Senado. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Brasil, 28 out. 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 06 maio 2022.

BRASIL. Congresso. Senado. **Lei Complementar nº 182, de 1 de junho de 2021**. Brasil, 2 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 06 maio 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, v. II, p.162.

COELHO, Fábio U. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. São Paulo: Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9786559640683. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>. Acesso em: 14 set. 2022.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Jur, 2018, pág. 20.

HUBERT, Ivens Henrique. **O capital social e suas funções na sociedade empresária**. 2007. 201 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. **Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado**. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2015.

PIMENTA, E. G.; LANA, H. A. **Startups, aceleração, incubação e ecossistema empreendedor**. Revista Vox, [S.l.], n. 11, p. 162-195, jan./jun. 2020.

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: . Acesso em 12.10.2022.

SPINA, Cassio (org.). **ANJOS DO BRASIL**. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/>. Acesso em: 05 maio 2022.

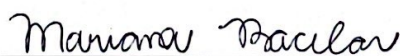
SPINA, Cassio. **Afinal, o que é investimento anjo?** 2021. Disponível em: <https://endeavor.org.br/dinheiro/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>. Acesso em: 10 maio 2022.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, MARIANA DE CARVALHO BACELAR discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31808395, período MATUTINO, turma D, tendo realizado o TCC com o título: ANÁLISE JURÍDICA DA FIGURA DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL E SUA RELEVÂNCIA NO ECOSISTEMA EMPREENDEDOR DE STARTUPS sob a orientação do Professor LUIS GUSTAVO FRIGGI RODRIGUES declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 07 de novembro de 2022.



Assinatura do discente