



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**FACULDADE DE DIREITO**

**Monografia**

**THIAGO SANCLER DE S. CHAVES**

17/0157121

**CRISE DE AUTOESTIMA NA BRASILIDADE**

Uma defesa do mútuo conversível enquanto instrumento ideal para realização de investimentos-anjo no ecossistema de inovação brasileiro

Brasília, DF

2023

**THIAGO SANCLER DE S. CHAVES**

**CRISE DE AUTOESTIMA NA BRASILIDADE**

Uma defesa do mútuo conversível enquanto instrumento ideal para realização de investimentos-anjo no ecossistema de inovação brasileiro

Banca Examinadora:

---

Profa. Dr<sup>a</sup>. Lílian Manoela Cintra de Mello - Orientadora  
Universidade de Brasília

---

Prof. Dr. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa - Examinador  
Universidade de São Paulo

---

Prof. Dr. Rodrigo Fialho Borges - Examinador  
Fundação Getúlio Vargas

Brasília, DF

2023

**THIAGO SANCLER DE S. CHAVES**

**CRISE DE AUTOESTIMA NA BRASILIDADE**

Uma defesa do mútuo conversível enquanto instrumento ideal para realização de investimentos-anjo no ecossistema de inovação brasileiro

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na Faculdade de Direito de Brasília como requisito para outorga de bacharel em Direito

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Lílian Manoela Monteiro Cintra de Mello

*Eu cometi alguns erros. E garanto que cometerei mais.*

— Barack Obama

Brasília, DF

2023

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

CC512c Chaves, Thiago Sancler de S.  
Crise de Autoestima na Brasilidade: uma defesa do mútuo  
convertível enquanto instrumento ideal para realização de  
investimentos-anjo no ecossistema de inovação brasileiro /  
Thiago Sancler de S. Chaves; orientador Lílian Manoela  
Monteiro Cintra de Mello . -- Brasília, 2023.  
71 p.

Monografia (Graduação - Direito) -- Universidade de  
Brasília, 2023.

1. mútuo convertível. 2. investimentos-anjo . 3.  
startups. 4. ecossistema . 5. crescimento . I. Cintra de  
Mello , Lílian Manoela Monteiro, orient. II. Título.

## AGRADECIMENTOS

Para mim, esta é uma das partes mais especiais de um trabalho acadêmico. Sempre que vejo um, gosto logo de pular para esse tópico. Sou daquelas pessoas positivas, que insistem em procurar o lado bom da vida diante de todas as situações.

Dito isso, superado o discurso motivacional, minha trajetória na UnB foi difícil. E começou cedo. Quando minha mãe cursava Pedagogia e trabalhava em uma creche ao lado da universidade, tive a oportunidade de frequentar algumas aulas na condição de pequenino ouvinte. Infelizmente, foram memórias que se perderam. Hoje fico imaginando qual era minha impressão. Afinal, como um grande amigo costuma dizer, andar pela UnB é como fazer uma viagem no tempo.

Depois de alguns anos, aprendi com os meus pais, Chaves e Patrícia, o valor da educação. Gostava de ser um bom aluno, de sentar na primeira cadeira, de responder às indagações dos professores. De casa, partia o comando: estudar é a saída. Estava sempre em busca de novos desafios. E graças a uma melhoria na condição econômica da família na época, novas portas se abriram. Cheguei na suposta melhor escola e tinha prova até domingo. Era completamente apaixonado por história, geografia, filosofia, sociologia e artes. No vestibular, porém, a mão invisível da experiência pesou e... Direito.

Não tenho familiar na área, não sonhava com isso, não tinha muita noção do que poderia ser, mas estava lá e, como esperado, pronto para quebrar a cara. O quão plausível é a justificativa de que o Direito é um curso mais propenso ao sucesso? As aulas já não eram mais tão instigantes e nem fazia questão de ser um bom aluno. Veio o primeiro estágio, achei que tudo poderia mudar. Nada. Veio a pandemia e tive dois anos terríveis. Até determinado ponto, porque com o convívio social limitado, pude me conhecer. Talvez como nunca.

Foi a virada de chave. Em algum momento, as coisas começaram a ficar interessantes. Até que, numa dessas ocasiões que parecem ter sido rigorosamente arquitetadas, tive a oportunidade de fazer parte do FdS Advogados. Um escritório novo, em essência e formação. Como o seu estimado fundador Luis normalmente fala, bem pé na porta. Ali pude experimentar a advocacia consultiva no recorte empresarial. Uma luz no fim do túnel.

Atualmente, essa é a minha principal fonte de gratidão, na medida em que parto para novos objetivos e descobertas. Para além dos atores já mencionados, aos quais muito devo, não poderia deixar de citar também minha querida orientadora Lílian, uma referência na Academia que tanto me ajudou na confecção desta monografia; minha rede de amigos, um dos meus pilares fundamentais de sustentação; Deus, com quem tenho cada vez mais me encontrado; e

minhas adoráveis Vó Graça e Madrinha Luci, exemplos de perseverança e carinho. A todos  
vocês, meu imensurável amor!

## RESUMO

O estudo teórico e empírico em referência faz uma defesa do mútuo conversível enquanto instrumento ideal para a realização de investimentos-anjo em *Startups* do estágio inicial, em prestígio das nuances jurídicas, sociais e econômicas da sociedade brasileira. Para tal, o conceito de ecossistema é desenvolvido, com o intuito de que o capital não seja o único protagonista dessas operações. As vantagens que são apontadas em relação aos outros contratos percorrem diversas perspectivas, tais como o âmbito fiscal, a autonomia privada e a natureza creditícia. Por fim, é lançado um olhar prospectivo sob o mercado, objetivando-se o estabelecimento de medidas que propiciem o crescimento do setor.

**Palavras-chave:** mútuo conversível; investimentos-anjo; *startups*; ecossistema; crescimento.

## **ABSTRACT**

The theoretical and empirical study in reference do a defense of convertible notes as the ideal instrumental to the realization of angel investments in Startups early stage, observing the specific juridical, social, and economic conditions of Brazilian society. For that, the concept of Environmental is developed, with the purpose of divide the principal role it's been occupied only by capital. The advantages which are pointed related to the other contracts pass by some perspectives, as taxes, freedom between the parties and nature of debt. In the end, is offered to the market some indicatives which can be result in growth to the sector.

**Keywords:** convertible notes; angel investments; startups; environmental; growth.



## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1.</b> Tempo médio de sobrevivência das <i>startups</i> no Brasil.....	11
<b>Figura 2.</b> Data de assinatura do contrato.....	50
<b>Figura 3.</b> Instrumento utilizado no aporte.....	50
<b>Figura 4.</b> Fundamentos da escolha de um investidor-anjo.....	51
<b>Figura 5.</b> Exigências do investidor-anjo.....	51
<b>Figura 6.</b> Preferência por algum instrumento contratual.....	52
<b>Figura 7.</b> Elaboração de práticas de governança.....	52
<b>Figura 8.</b> Enunciado da classificação em nível de importância.....	53
<b>Figura 9.</b> Classificação em nível de importância do retorno financeiro.....	54
<b>Figura 10.</b> Classificação em nível de importância do propósito/impacto.....	54
<b>Figura 11.</b> Classificação em nível de importância de outros fatores envolvidos.....	55
<b>Figura 12.</b> Classificação em nível de importância do posicionamento pessoal.....	56
<b>Figura 13.</b> Outros fatores de importância relacionados aos investimentos-anjo.....	57
<b>Figura 14.</b> Comparação entre realizar o lucro e conversão em participação societária.....	58
<b>Figura 15.</b> Exigências societárias e de governança.....	58

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1.</b> Financiamento do ciclo de vida.....	10
<b>Gráfico 2.</b> Estágio de desenvolvimento.....	49
<b>Gráfico 3.</b> Recebimento de investimento-anjo.....	49
<b>Gráfico 4.</b> Identificação da atividade profissional.....	53
<b>Gráfico 5.</b> Faixa temporal de exercício da atividade-anjo.....	53
<b>Gráfico 6.</b> Gráfico da classificação em nível de importância do retorno financeiro.....	54
<b>Gráfico 7.</b> Gráfico da classificação em nível de importância do propósito/impacto.....	55
<b>Gráfico 8.</b> Gráfico da classificação em nível de importância de outros fatores envolvidos...	55
<b>Gráfico 9.</b> Gráfico da classificação em nível de importância do posicionamento pessoal.....	56
<b>Gráfico 10.</b> Estado pessoal diante de resultados indesejados.....	57
<b>Gráfico 11.</b> Relação entre estágio de maturidade e complexidade da auditoria exigida.....	59
<b>Gráfico 12.</b> Qual o instrumento contratual usualmente utilizado.....	59

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1.</b> Estudos realizados sobre ecossistemas de negócios.....	7 e 8
<b>Quadro 2.</b> Motivações do investidor-anjo.....	16 e 17
<b>Quadro 3.</b> Contribuições do investidor-anjo.....	17

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. OS PRINCIPAIS AGENTES DO ECOSSISTEMA DE INOVAÇÃO DURANTE O ESTÁGIO INICIAL.....</b>	<b>3</b>
2.1. O que são <i>startups</i> ?.....	3
2.2. Os estágios de desenvolvimento das <i>startups</i> .....	7
2.3. Investimentos-anjo, uma categoria para além do capital.....	13
<b>3. MARCO LEGAL DAS <i>STARTUPS</i> (MLS)/ LEI COMPLEMENTAR 182/2021.....</b>	<b>19</b>
3.1. Por que regular?.....	19
3.2. A disciplina dos instrumentos de investimento em inovação.....	21
3.2.1. Intervenções necessárias e pontos de melhoria.....	21
3.2.2. As modalidades em si.....	23
<b>4. EXISTE UM INSTRUMENTO MAIS ADEQUADO PARA O INVESTIMENTO EM <i>STARTUPS</i> DO ESTÁGIO INICIAL?.....</b>	<b>26</b>
4.1. Exposição dos resultados da pesquisa empírica.....	26
4.1.1. O que dizem as <i>startups</i> no Apêndice A?.....	26
4.1.2. O que dizem os investidores-anjo no Apêndice B?.....	28
4.2. Mútuo Conversível.....	30
4.2.1. A construção de um instrumento híbrido, complexo e atípico.....	30
4.2.2. Quais as vantagens sobre os outros instrumentos comumente utilizados?.....	32
4.3. Um olhar prescritivo para o mercado.....	37
4.3.1. Como as <i>startups</i> do estágio inicial podem estruturar políticas mínimas de governança e arranjos contratuais a fim de reduzir as complexidades do mútuo conversível e as exigências do investidor-anjo.....	38
<b>5. CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>42</b>
<b>APÊNDICE A.....</b>	<b>49</b>
<b>APÊNDICE B.....</b>	<b>53</b>

## 1. INTRODUÇÃO: O ECOSISTEMA DE INOVAÇÃO BRASILEIRO E A IMPORTAÇÃO DE JURIDICIDADES

O título não é por acaso. A utilização que damos ao mútuo conversível no âmbito inicial do ecossistema de inovação brasileiro é inspirada em um contrato estadunidense. Ocorre que essa importação de juridicidades, conforme será demonstrado adiante, é conflituosa, fazendo com que sua legitimidade seja frequentemente questionada.

A relevância da questão está estampada nos recursos que hoje em dia costumam acompanhar a rotina da comunidade globalizada. Para fugir dos clichês das grandes empresas de tecnologia (*Big Techs*, em tradução livre), como a Apple e o Uber, e por conta da reserva de contexto, destaco a importância das sociedades que foram criadas no Brasil e iniciaram suas operações no estágio de *startup*. É o caso do Quinto Andar, do Ifood, da Frete.com, do Mercado Bitcoin, da Hotmart, da Wildlife, da Ebanx, do Gympass, da 99. Isso para me restringir aos unicórnios, ou seja, às companhias que atingiram valor de mercado superior a US\$ 1 bilhão<sup>1</sup>.

Portanto, a partir da familiaridade que tendemos a ter com um ou outro negócio, fica evidente a importância do respectivo setor para o desenvolvimento econômico nacional. O estímulo à inovação é peça-chave para o preenchimento de lacunas do processo produtivo, desde a criação de novos mercados até a resolução de problemas crônicos daqueles que já existem. Neste sentido, é primordial o estabelecimento de um tipo contratual que viabilize o crescimento de sociedades em um momento tão crítico quanto o do estágio inicial.

Retornando ao ponto do primeiro parágrafo, os argumentos que são expostos contra a utilização do mútuo são fortes. Complexidade, atipicidade, regime híbrido. Resta ao presente trabalho, porém, defender a efetividade e segurança da aplicação à brasileira desse tipo. Hipótese que se coloca frente à seguinte pergunta de pesquisa: o mútuo conversível é o instrumento ideal para a realização de investimentos-anjo em *startups* do estágio inicial?

Para proceder com a investigação, fiz o uso de duas ferramentas metodológicas, a dogmática e a pesquisa empírica. Utilizei a primeira no estudo das referências bibliográficas sobre o tema e na análise direcionada do Marco Legal das *Startups* (MLS) instituído pela Lei Complementar 182/2021. Recrutei a segunda na realização, por meio de formulário eletrônico, o qual preservou o anonimato dos participantes, de dois tipos de entrevistas: (i) com *startups* do estágio inicial e (ii) com investidores-anjo.

---

<sup>1</sup> ESTADÃO. Unicórnios brasileiros: saiba quais e o que são essas startups raras. **Estadão**, São Paulo, 20 dez. 2022. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/link/inovacao/unicornio-brasileiro-startups-raras-bilhao/>. Acesso em: 29 de jan. 2023.

Na estruturação da monografia, redigi o primeiro capítulo visando a delimitação de conceitos básicos e, principalmente, a construção do ideal de ecossistema no que diz respeito ao entendimento do propósito de um investimento-anjo. Inicialmente, cabe dizer que a extrema incerteza, elemento característico dos estágios iniciais das *startups*, é um fator crucial na formação de laços entre os agentes, os quais passam a ser regidos por um maior senso de coletividade.

Dediquei a segunda parte ao MLS que foi recentemente aprovado, explorando as razões que justificam uma intervenção estatal na área, traçando um paralelo com outros mecanismos legais pretéritos e averiguando o cumprimento da promessa de fornecer previsibilidade e segurança em favor do crescimento.

Quanto a isso, sinteticamente, se por um lado foram obtidos avanços necessários, por outro permanecemos, talvez contraditoriamente, com a introdução do aspecto creditício no mútuo, o que pode vir a desqualificar a natureza de um investimento de risco. Ora, ninguém compra uma ação na bolsa de valores e, em conjunto, ganha o direito de pedir a restituição integral dos valores em caso de insucesso da operação.

Por fim, desenvolvo no terceiro capítulo a essência desta obra. Primeiramente, apresentando minhas impressões sobre os resultados da pesquisa empírica realizada de acordo com os conceitos anteriormente assentados. A partir disso, parto para uma análise específica do mútuo conversível, a fim de entender sua formação histórica, regulação, aplicação e, especialmente, vantagens.

No último tópico que antecede a conclusão, deixo minha parcela prescritiva de contribuição. Depois de constatar o prevalecimento dessa modalidade no nosso contexto e de apontar que, diante de tais circunstâncias, trata-se do instrumento que possui mais benefícios envolvidos, indico possíveis medidas contratuais e de governança a serem adotadas pelos agentes do mercado, com o intuito de reduzir as desvantagens em torno do preterido e de privilegiar a adaptação em prol da importação.

## 2. OS PRINCIPAIS AGENTES DO ECOSISTEMA DE INOVAÇÃO DURANTE O ESTÁGIO INICIAL

A primeira parte do presente trabalho é dedicada aos conceitos-base do tema, os quais devem explorados com o fim de que a defesa do mútuo conversível venha a ser resguardada de fundamentação. Para tanto, é necessário que a definição de *startup* ocorra de acordo com uma percepção flexível dos seus estágios de desenvolvimento, havendo uma divergência, portanto, no que diz respeito à adoção de fases rígidas e bem delimitadas.

Recorro depois a um dos pontos basilares desta monografia, qual seja o da compreensão do investimento-anjo sob a perspectiva de um ecossistema de inovação, em certa medida, solidário. Noção vital para a interpretação do caráter creditício do mútuo enquanto aspecto não comprometedor.

### 2.1. O que são *startups*?

*Startup* é um termo que está na moda, tomado pelo glamour e tido como sinônimo de sucesso. Engana-se, no entanto, quem acha que sua cunhagem é recente. Sua primeira aparição data de publicação do New York Times dos anos 70, atribuída aos clássicos autores Steve Blank e Bob Dorf, os quais defendem que “*startup* não é uma categoria de empresa, mas sim um estágio de desenvolvimento de uma empresa”<sup>2</sup>.

Portanto, restou consolidado por esses vanguardistas que tal estágio de desenvolvimento é o inicial, no qual a esperança da pessoa jurídica está amparada em uma ideia rotulada como inovadora e, por vezes, disruptiva<sup>3</sup>. Assim sendo, é preciso compreender o que essa inovação quer dizer e o que a diferencia ou a classifica como disrupção. Para tanto, recorreremos aos autores David O’Sullivan e Lawrence Dooley, os quais elencam três características principais a serem observadas:

“(.) a inovação incremental, que melhora um produto, processo de produção ou serviço; a inovação radical, que ocasiona transformações expressivas em algo já estabelecido; e a inovação disruptiva, que modifica radicalmente as práticas de negócio ou a sua integralidade de um setor industrial/comercial”<sup>4</sup>.

Notemos que nesta interpretação há uma escala progressiva, na qual em seu cume se encontra a disrupção. Ora, não é uma tarefa difícil posicionar as empresas que dominam o nosso

---

<sup>2</sup> BLANK, Steven Gary; DORF, Bob. **The Startup Owner’s Manual: The step-by-step guide dor building a great company**. Pescadero, California: K&S Ranch, 2012, p.30.

<sup>3</sup> Ibidem, 2012.

<sup>4</sup> SULLIVAN, David O’; DOOLEY, Lawrence. **Applying innovation Thousand Oaks**. California: Sage, 2009, p.23.

cotidiano de acordo com esse entendimento. Senão vejamos: para a categoria da inovação incremental, identifico que o Nubank e a Buser se encaixam; para a da inovação radical, o Uber e o Ifood; e para a da inovação disruptiva, a Apple e a Microsoft.

Logo surge um outro elemento definidor desse tipo, afinal os próprios exemplos nos escancaram que a incerteza do sucesso não poderia ser mais certa. Eis a oportunidade para outra conceituação clássica, desta vez mais abrangente, qual seja “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”<sup>5</sup>.

É por conta dessa construção conceitual basilar que reafirmo a posição doutrinária de que não deve haver uma disciplina autônoma do direito dedicada exclusivamente ao estudo das *startups*. Existem diversas disciplinas jurídicas envolvidas, as quais são importantes não apenas para dizer *como*, mas também para apontar *o que*. Afinal, como explicita Erik Oioli, o conceito deste tipo é fluído, impreciso e, por diversas vezes, destituído de qualquer fundamentação técnica. Por exemplo, com a presença do direito contratual e do societário para apoiar essa definição, determinados aspectos ficam mais compreensíveis a partir das suas óticas interpretativas<sup>6</sup>.

Continuo com o supracitado autor em outro ponto, o de que a discutida inovação não quer dizer genialidade. Em desenvolvimento da visão apresentada por David O’Sullivan e Lawrence Dooley, Erik Oioli discorre:

- “(i) a existência de uma nova ideia, que pode consistir em criar algo novo, fazer algo de uma forma diferente ou melhorar algo; é um erro comum associarmos a inovação à criação de algo dito como “disruptivo” ou algo simplesmente genial; pequenas mudanças, adaptações, melhorias ou ajustes em processos podem repercutir em alguma inovação; ela pode partir de aprimoramentos de ideias ou tecnologias existentes ou a criação de algo realmente sem precedentes;
- (ii) a percepção de *utilidade* da nova ideia, isto é, ela deve gerar algum tipo de valor, seja para a empresa, para colaboradores, para consumidores ou para a sociedade em geral, perceptível, por exemplo, pela geração de novas receitas ou redução de despesas em curto, médio ou longo prazos; e
- (iii) a necessidade de *implantação* da ideia; uma ideia não implantada continua sendo apenas uma ideia, e não uma inovação; portanto, é fundamental que a nova ideia geradora de valor seja efetivamente implantada, o que, por vezes, revela-se altamente desafiador; muitas vezes, boas ideias não necessariamente resultam em bons negócios, ou sequer resultam em negócios, seja pela incapacidade de implementação ou pela própria inviabilidade ou falta de aceitação da ideia”.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> RIES, E. **A Startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Leya, 2012. Edição do Kindle. Posição 247.

<sup>6</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Introdução: Por que um “direito” para startups?** In: OIOLI, Erik Frederico (coord.). 2º Ed. Manual de Direito para Startups. São Paulo: Thomson Reuters, 2020.

<sup>7</sup> Ibidem, 2020, p. 16.



Ressalto mais uma vez que inovar pode ser fazer o mesmo de uma forma diferente. Emblematicamente, pode-se citar o caso dos aplicativos de transporte privado de pessoas como forma de exemplificar esse argumento. Segue o roteiro: inicialmente, o vanguardista chega ao mercado. Neste primeiro momento, de fato houve um impacto dessa nova disponibilidade em relação aos serviços tradicionais. Contudo, novos agentes também entram no mercado depois oferecendo exatamente o mesmo serviço – sob uma nova marca. O que, diga-se de passagem, é muito positivo no âmbito concorrencial.

Por conseguinte, ante o exposto, é bem pontuada a definição dada pelo art. 4º da Lei Complementar nº 182 (Marco Legal das *Startups*), ou seja, “são enquadradas como *startups* as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produto ou serviços ofertados”<sup>8</sup>.

No entanto, tomo a liberdade de registrar uma crítica quanto a essa concepção clássica no que diz respeito ao potencial de escalabilidade. Diferentemente dos precursores Steve Blank e Bob Dorf, os quais definem que “*startup* é uma organização temporária projetada para buscar um modelo de negócios escalável e repetível”<sup>9</sup>, seguindo a abertura conferida pela legislação brasileira, não limito o modelo de negócio típico do empreendedorismo de inovação à escalabilidade.

Exemplifico. Uma *Startup* que otimize o processo de pedido de cidadania italiana e portuguesa não é um negócio escalável, uma vez que o público que tem esse direito é reduzido e específico. Apesar disso, tal limitação não impede a viabilidade financeira do empreendimento. Defendo, portanto, uma resistência à noção de que toda *Startup* tem de se tornar uma empresa com faturamento na cifra do bilhão.

Outro fator recorrentemente imputado às *startups* é a aplicação de recursos tecnológicos como fonte-base da inovação. Do mesmo modo, caminho na direção do que é apresentado pelo professor Erik Oioli, divergindo, portanto, de autores como Bruno Feigelson, Eric F. Nybo e Victor C. Fonseca, os quais correlacionam uma série de características intrínsecas a esse estágio de desenvolvimento de uma empresa, tais como o controle de gastos e custos, a

---

<sup>8</sup> BRASIL. **Lei Complementar Nº 182**, de 1º de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm)>. Acesso em: 19 ago. 2022.

<sup>9</sup> BLANK; DORF, 2012, p.11.

operacionalização de um Produto Minimamente Viável (*Minimum Viable Product* - MVP, em tradução literal), a escalabilidade e a utilização de tecnologias<sup>10</sup>.

Exemplifico outra vez. Fazer o mesmo de uma forma diferente não significa que uma nova tecnologia está sendo empregada, por mais que essa seja a realidade de boa parte dos casos. Pode ser fundada uma *startup* que realize o comércio eletrônico de livros usados através da (re)distribuição do estoque de diversos sebinhos espalhados pelo país, induzindo assim a facilitação do acesso a um mercado cada vez mais restritivo por conta dos preços estipulados aos novos itens. Ora, comercializar bens eletronicamente não é uma novidade e os sebinhos muito menos. E ainda há uma relação simbólica com a história da gigantesca Amazon.

Por fim, existe uma contextualização fundamental para a defesa do presente trabalho, isto é, a necessária diferenciação do conceito de *Startup* para um regime de *Civil Law* e para um de *Common Law*. Notadamente, esse fenômeno tem origem nos Estados Unidos da América. Ocorre que não podemos transplantar caracteres jurídicos norte-americanos diretamente para o ordenamento brasileiro sem respeitar as diferenças determinantes dos dois sistemas.

Tanto é que no âmbito do *Common Law*, basta a utilização de um instrumento como o Memorando de Entendimentos (*Memorandum of Understanding* - MoU, em tradução literal) para que a constituição de uma *Startup* esteja satisfeita. Portanto, basta uma formalização preliminar meramente contratual para que os eventuais benefícios de um regime jurídico diferenciado sejam aplicados, tais como carga tributária especial. Ressalto que o MoU não se trata de um contrato de sociedade não registrado, uma vez que não existe a obrigação de registro perante a Junta Comercial<sup>11</sup>. Sim, é como se abrissemos uma empresa somente com um acordo individual sem que haja a obrigação de realmente abrirmos uma empresa.

Noutro giro, para os sistemas do *Civil Law* em geral, também ganha destaque o direito societário pois a constituição de uma *startup* está necessariamente ligada à existência de um Contrato ou Estatuto Societário entre os fundadores<sup>12</sup>. Nestes, costumam ser obrigatórias regras básicas de governança corporativa, as quais burocratizam a pessoa jurídica por um lado, mas conferem maior proteção, segurança e controle por outro. Certamente, muitos enxergam o aludido acima como um desestímulo à inovação, em vista da condição incipiente dessas

---

<sup>10</sup> FEIGESLSON, Bruno; NYBO, Erik; FONSECA, Victor. **Direito das startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

<sup>11</sup> MARINHO, Guilherme Martins. **Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Ciências Sociais e Humanas, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, 2019.

<sup>12</sup> *Ibidem*, 2019.

empresas que atuam em condição de extrema incerteza. Ainda mais em um país como o Brasil, no qual o índice de mortalidade de novos negócios é ainda maior, conforme será apresentado nos tópicos seguintes.

## 2.2. Os estágios de desenvolvimento das *startups*

Antes de adentrar nos estágios de desenvolvimento das *startups* em si, acredito ser pertinente uma apresentação do conceito de ecossistema, uma vez que este é essencial para a compreensão da tese aqui defendida. Pois bem, segue no quadro comparativo abaixo um mapeamento das principais definições conceituais a esse respeito, escolhidas por conta da presença de algum elemento que remeta às noções de auto renovação e/ou interconectividade.

Em um primeiro momento, pode-se imaginar que é justamente isso que ecossistema quer dizer, ou seja, integração, interação harmônica entre múltiplos agentes. Afinal, a importação do conceito das ciências biológicas instiga tal pensamento. Essa noção, porém, ganha um estrato mais profundo no campo social, haja vista a complexidade característica dessas relações. Tanto é que, apenas para complementar o ponto, determinado estado de produção própria de elementos possui conceituação específica na sociologia, que também ressignifica definição originária, qual seja a de autopoiese<sup>13</sup>.

**Quadro 1.** Estudos realizados sobre ecossistema de negócios.

Moore <sup>14</sup>	São quatro fases diferentes que marcam o desenvolvimento do ecossistema de negócios: nascimento, expansão, liderança e auto renovação.
Gossain e Kandiah <sup>15</sup>	Ecossistemas de negócios são constituídos por uma cadeia integrada de valores, na qual as relações organizacionais mantêm um padrão simbiótico, com o reflexo de tudo isso na importância das marcas. A partir da internet, os negócios sofreram uma mudança radical, digna de superação de paradigma.

<sup>13</sup> VESTING, Thomas. Teoria do Direito. São Paulo: Saraiva, 2015 (Sistemas II, §1 e §2).

<sup>14</sup> MOORE, James F. **Predators and prey: a new ecology of competition**. Harvard business review, v. 71, n. 3, p. 75-86, 1993.

<sup>15</sup> KANDIAH, G.; GOSSAIN, S. **Reinventing value: the new business ecosystem**. Strategy & Leadership, v. 26, n. 5, p. 28-33, 1998.

Power e Jerijian <sup>16</sup>	A gerência de um negócio não está restrita a ele próprio, mas engloba a administração de todo o ecossistema.
Iansiti e Levien <sup>17</sup>	A partir do conceito biológico de ecossistema, desenvolveu-se a definição de ecossistema negocial, a qual guarda relação com o <i>network</i> entre as empresas.
Peltoniemi e Vuori <sup>18</sup>	O conjunto de organizações interligadas dinamicamente é a estrutura do ecossistema de negócios.
Adner <sup>19</sup>	Os ecossistemas têm funcionado como gatilho para algumas empresas no que diz respeito à criação de valores próprios. Contudo, algumas delas têm fracassado na proposição de medidas inovadoras.
Garnsey e Leong <sup>20</sup>	Os ecossistemas são uma rede de apoio instituída pelos empreendedores a fim de facilitar o processo de criação e desenvolvimento de produtos e serviços que possam atribuir algum valor ao mercado.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Ora, particularmente chamo esse **ponto em comum entre todas elas de “senso de coletividade”**. Acontece que no ecossistema, desta vez de Inovação, prego que sua difusão é ainda maior. Diante de um modelo de negócios exposto a condições de extrema incerteza, no qual a otimização de gastos é recorrente, ter acesso a um ambiente no qual assistências

<sup>16</sup> POWER, T.; ERIJIAN, G. **Ecossistema: vivendo os 12 princípios de negócios em rede**. Financial Management, 2001.

<sup>17</sup> IANSITI, Marco e Levien, Roy. **The keystone advantage: What the new dynamics of business ecosystems mean for strategy, innovation, and sustainability**. Harvard Business School Press: Boston, Massachusetts, 2004.

<sup>18</sup> PELTONIEMI, M., VUORI, E. **Business Ecosystem as The New Approach to Complex Adaptive Business Environments**, Frontier of e-business Research, Tampere, Finland, 2004.

<sup>19</sup> ADNER, R. **Match Your Innovation Strategy to Your Innovation Ecosystem**, Harvard Business Review, Harvard Business School Publishing Corporation, v. 84, ed. 4, p. 1-11, abr, 2006.

<sup>20</sup> GARNSEY, E.; LEONG, Y. **Combining resource-based and evolutionary theory to explain the genesis of bio-networks**. Industry and Innovation, v. 15, n. 6, p. 669-686, 2008.

recíprocas ocorrem sem cerimônias é um fator determinante. E não estou limitando tais auxílios ao âmbito exclusivamente financeiro. Discorro sobre as trocas de conhecimentos, informações, contatos, experiências e técnicas que ocorrem entre empresários da inovação<sup>21</sup>.

É como se formasse uma fraternidade<sup>22</sup>. Por óbvio, a depender do contexto, a formação e *modus operandi* dessas estruturas muda. Exemplifico. O contexto econômico dos Estados Unidos da América (EUA) e do Brasil são completamente diferentes, não sendo necessário lastrear esse dado com alguma pesquisa por se tratar de um fato, quase um axioma. Assim sendo, utilizando a clássica dialética hegeliana, posta a premissa acima, a conclusão é no sentido de que a incerteza no Brasil é maior que nos EUA. Para além disso, também defendo que determinado senso de coletividade muda de acordo com o estágio de desenvolvimento da *Startup*. Para prosseguir, no entanto, é necessário desenvolver esse último ponto.

É indispensável trazer ao trabalho neste momento o gráfico da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) sobre o ciclo de vida das *startups*. Entretanto, antes de discorrer especificamente sobre ele, gostaria de tecer um breve comentário introdutório a respeito. Trata-se de uma interpretação dos eixos *x* e *y* do gráfico, os quais representam tempo e lucro respectivamente.

Ora, vejamos que a Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering* – IPO, em tradução literal), evento de liquidez clássico para qualquer empresa, o qual é a principal métrica para identificar o sucesso de um negócio, não está necessariamente associada ao tamanho do lucro. Evidentemente, o desenho de uma reta no plano cartesiano nos indica uma relação de progressão, mas nada impede que os eixos se encontrem em medida inferior. Eis o porquê de procurarmos desvincular a ideia de *startup* da cifra do bilhão. Na verdade, existe até o fenômeno de alguns empreendimentos “rodarem no vermelho”. É o crescimento a todo custo, caso da Uber por exemplo<sup>23</sup>, a qual nunca deu lucro. Enfim, retornemos ao foco dos estágios de desenvolvimento. Para tal:

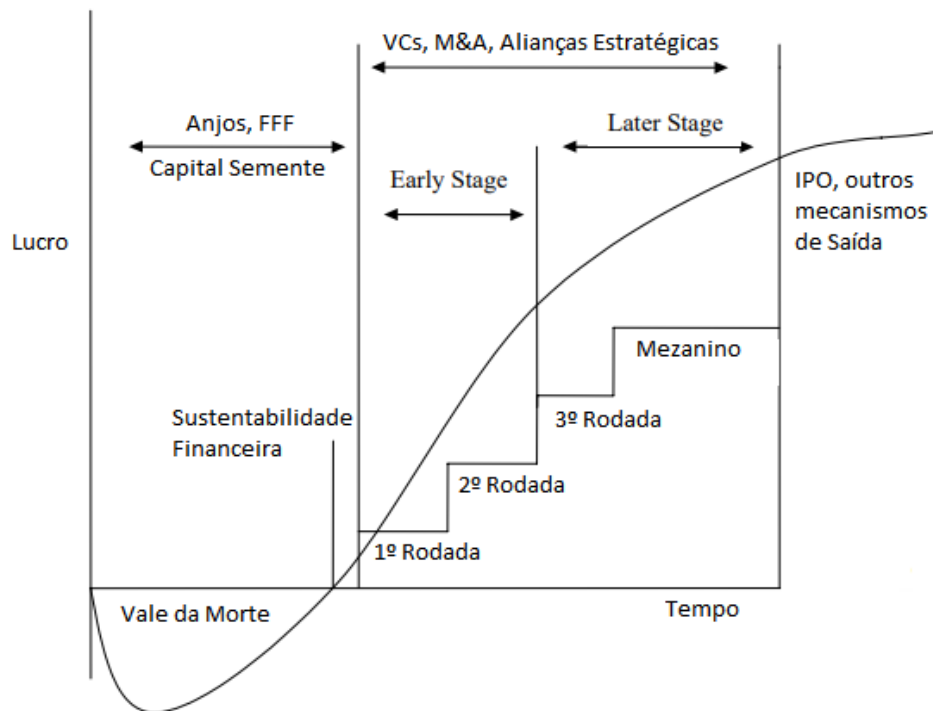
---

<sup>21</sup> Sobre este tópico, Bengtsson e Knock (2000) cunharam um termo que descreve, a meu ver, com excelência o senso de coletividade de um Ecossistema empresarial. “Coopetição” é o neologismo que representa a fusão entre a competitividade e a colaboração. Afinal, não podemos ignorar o fato de que o ambiente ainda é um mercado.

<sup>22</sup> Do mesmo modo, em estudo mais recente, Gomes et al (2016) definem que nos Ecossistemas de negócios o foco é a co-criação, privilegiando a colaboração enquanto elemento fundamental para a consecução da inovação.

<sup>23</sup> BROWNING, Kellen. Uber posts record revenue but loses nearly \$2 billion on investments. **The New York Times**, Nova Iorque, 2 ago. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/08/02/business/uber-quarterly-earnings.html>. Acesso em: 24 nov. 2022.

**Gráfico 1.** Financiamento do ciclo de vida



Fonte: Organization for Economic Co-operation and Development<sup>24</sup>.

Para o exercício de interpretação do gráfico, recorrerei a uma análise conceitual dos seus principais elementos. O primeiro deles é o “Vale da Morte”, localizado no quarto quadrante. Indiscutivelmente, um modelo de negócios marcado pela extrema incerteza seria acompanhado de um momento dessa natureza. Nas palavras de Silva Filho, trata-se do “período de maior probabilidade de insucesso do empreendimento [...]”<sup>25</sup>. Diga-se de passagem, cada vez mais tem se falado em uma extensão dessa fase. Afinal, não é o recebimento dos primeiros recursos, experiência imortalizada na expressão “primeira rodada de investimentos”, cuja utilização é recorrente no mercado, que magicamente implicará na garantia de crescimento e prosperidade.

Não à toa, o índice de mortalidade das empresas brasileiras denota preocupação. Especialmente, no que se refere as micro e pequenas empresas. Em estudo de Ferreira *et. al.*,

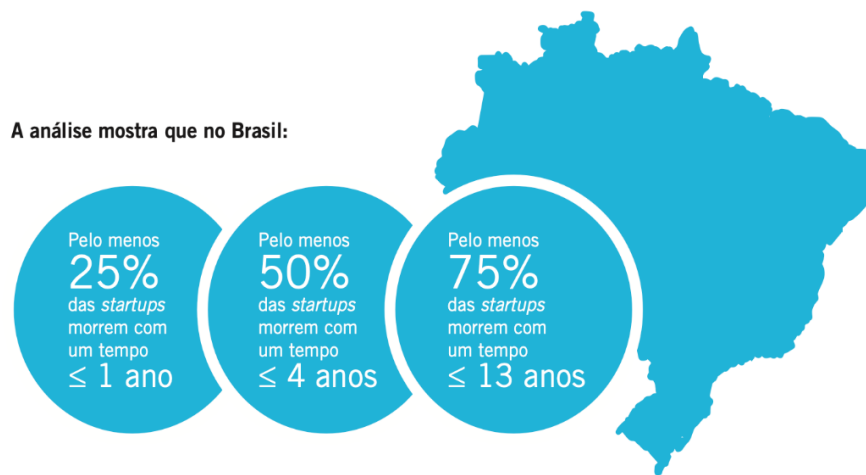
<sup>24</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy: Towards a More Responsible and Inclusive Globalization.** In: OECD CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SMES), 2, 2004, Istanbul. **Anais...** Istanbul: OECD, 2004. p. 10. Disponível em: <http://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2022.

<sup>25</sup> SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Os riscos do investidor-anjo nos contratos conversíveis de investimento em startups.** 2019. Dissertação (Mestrado em profissional) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2018.

constatou-se que do total de 100 empresas, 27 não atingem nem o primeiro ano de vida em São Paulo. No Rio Grande do Sul, esta taxa é ainda pior, chegando a 40% de mortalidade<sup>26</sup>.

Sendo as *startups* um estágio de desenvolvimento, característico dos momentos iniciais de um empreendimento, como apresentado anteriormente neste trabalho, é de se esperar que esse cenário seja ainda mais complicado no que tange ao ecossistema de inovação<sup>27</sup>. Neste sentido, Vanessa Nogueira e Carlos Oliveira conduziram uma pesquisa com o intuito de mapear os índices em específico do empreendedorismo de incerteza. A figura a seguir sintetiza os resultados:

**Figura 1.** Tempo médio de sobrevivência das *startups* no Brasil.



**Fonte:** Vanessa Nogueira e Carlos Oliveira.<sup>28</sup>

Portanto, verifiquemos que o capital chamado de semente é imprescindível para a sustentabilidade e alavancagem financeira da inovação. Deste modo, a Família, Amigos e Tolos<sup>29</sup> (*Family, Friends and Fools* – FFF, em tradução literal)<sup>30</sup> e os investidores-anjo

<sup>26</sup> FERREIRA, L.; OLIVA, F. L.; SANTOS, S. A.; GRISI, C. C. H.; LIMA, A. C.. **Análise quantitativa sobre a mortalidade precoce de micro e pequenas empresas da cidade de São Paulo**. Revista Gestão & Produção, São Carlos, v.19, n.4, p.811-823, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0104-530X2012000400011>

<sup>27</sup> RAMOS, L.. **O papel das políticas públicas federais para o desenvolvimento do ecossistema de empreendedorismo inovador no Brasil: breve revisão de iniciativas em curso**. Monografia (Especialização em Gestão Pública) – Escola Nacional de Administração Pública, Brasília, 2020.

<sup>28</sup> NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. **Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado**. Nova Lima, DOM: v.9, n. 25, p. 26-33, 2015.

<sup>29</sup> De acordo com Eliot Abrams (2018), os tolos costumam ser investidores não profissionais, os quais realizam uma série de investimentos de maneira não sistematizada. O ganho desses indivíduos em caso de captação futura é substancial, em virtude da entrada precoce no empreendimento.

<sup>30</sup> Quanto aos primeiros incentivadores da inovação, registro aqui uma breve nota reflexiva. Muito se fala em *networking* neste contexto corporativo, isto é, a importância de se conectar com pessoas influentes e formar uma

exercem papel indispensável no ecossistema. Em direção às próximas etapas, temos a progressão em rodadas de investimento, expressão já citada anteriormente. Quanto a isso, 1º, 2º e 3º rodadas também são usualmente chamadas de Séries A, B e C.

Nesta ocasião, geralmente, os estudos sobre esse tema realizam uma explicação e diferenciação entre *Private Equity* (Participação Privada, em tradução livre) e *Venture Capital* (Capital de Risco, em tradução livre), tratando esses fundos de investimentos como instrumentos distintos, atribuindo ao primeiro fatores como (i) expectativa de elevado retorno a longo prazo e (ii) baixa liquidez da sociedade investida, e ao segundo elementos como (i) ausência de expectativa em relação à distribuição de dividendos e (ii) busca por empresa de caráter inovador<sup>31</sup>. Não seguirei esta linha. Como já defendido anteriormente, a imprecisão e a fluidez são características fundamentais desse ecossistema. Utilizo o Gráfico 1 acima como ponto de partida, mas não me restrinjo a ele.

Opto por adotar a definição geral de “fundos investimentos”, qual seja uma estrutura organizacional que administra recursos próprios ou de terceiros com o fim de impulsionar o crescimento de sociedades e gerar proveito econômico. Este objeto pode ser satisfeito através do aporte nos mais variados ciclos de vida, em diferentes rodadas, podendo o lucro ocorrer durante a realização de uma IPO ou por meio do repasse proporcional de dividendos.

Em contraposição, sou partidário da classificação de etapas que é usualmente utilizada pelo mercado, qual seja a de dividir o estágio de progressão em ideação, pré-*seed* (validação, em tradução livre), *seed* (operação, em tradução livre), *growth* (tração, em tradução livre), com a ressalva de que, para os fins do presente trabalho, encaro os três primeiros níveis como o “estágio inicial”. Já explico. Antes, no entanto, cabe dizer que a superação do estágio de desenvolvimento *startup* não é um momento tão claro assim, inexistindo uma definição precisa a esse respeito. Coube ao MLS definir um parâmetro objetivo, o qual pode ser questionado, mas eu de reconhecermos que se trata de uma régua indispensável para o Estado, uma vez que benefícios legais são concedidos. A regra ficou estipulada no art. 4º, o qual possui limites como o teto de faturamento bruto, que é de R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) na referência do ano-calendário anterior.

---

rede de contatos diversa. No entanto, curioso pensar que aqueles que já estão ao nosso redor são a manjedoura de tudo.

<sup>31</sup> RAMALHO, C.; FURTADO, C. V.; LARA, R. **A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro.** 2011. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 05 dez. 2022. p. 41.



Ideação, como o próprio termo indica, é o momento no qual a ideia do negócio está sendo concebida, não havendo nenhum desenvolvimento no campo material a respeito. Trata-se do período no qual um problema de mercado foi diagnosticado. Validação é quando as ideias saem do campo imaterial e o Produto Minimamente Viável (PMV) é confeccionado. Com o lançamento do protótipo no mercado, tem-se normalmente o primeiro choque de realidade, o qual deve resultar em modificações no modelo de negócios. Também é nesta fase que a empresa costuma ser legalmente constituída. Na etapa operação, o empreendimento começa a ganhar escala com a entrada de mais clientes na carteira. Consequentemente, mais investimentos podem ser feitos na estrutura da empresa, a qual pode contratar novos colaboradores ou melhorar sua estrutura. Por fim, tração, período que é frequentemente chamado de *early stage* (estágio inicial, em tradução literal), é quando a sociedade está com seu produto validado no mercado e com sua estrutura suficientemente robusta para proporcionar o crescimento acelerado da empresa e a diminuição das condições de incerteza<sup>32</sup>.

A título de curiosidade, o empreendedor não necessariamente tem de passar por essas fases com o auxílio de capital externo. O negócio pode ser tocado com recursos próprios, fenômeno que é conhecido no ecossistema como *bootstrapping* (alça de bota, em tradução livre)<sup>33</sup>. Evidentemente, o benefício deste modo de condução é o de não contrair uma dívida. Contudo, sob a perspectiva do investimento-anjo, perde-se o capital inteligente.

Por conseguinte, a escolha do eventual instrumento que será utilizado para a realização de investimentos é impactada. Se não existe uma divisão virginiana de etapas e funções no contexto do ecossistema de inovação brasileiro, a defesa de um meio jurídico mais simples para a consecução do aporte perde a razoabilidade. Ora, como uma estrutura sistematizada que faz o uso de recursos de terceiros estará à mercê de uma forma simplificada? Do mesmo modo, como resultado disso, a lógica dos investimentos-anjo também é alterada, conforme será mostrado no próximo item.

### **2.3. Investimentos-anjo, uma categoria para além do capital**

O histórico de surgimento dos investimentos-anjo já é um fenômeno interessante por si só. A cunhagem do termo se deu na década de 20 do último século no contexto das produções

---

<sup>32</sup> SARFATI, Gilberto. **Quem (e como) investe em Startups brasileiras**. GV Executivo, São Paulo, v. 17, n. 3, p. 12-16, 2018.

<sup>33</sup> Ibidem, 2018.

teatrais da *Broadway*. Mecenas patrocinavam produções artísticas que possuíam alto risco, mas que, caso fossem um sucesso de público, trariam grande retorno<sup>34</sup>.

Apesar do vanguardismo dos anos 20, a questão demorou a ganhar o mundo acadêmico, sendo explorada pioneiramente por William Wetzel Jr. em estudo da década de 80<sup>35</sup>. Trazendo a discussão para o contexto atual, muito tem se falado sobre o perfil dos investidores-anjo. Quanto a isso, é pertinente a crítica de que o perfil desses indivíduos condiz com a lógica de distribuição das mazelas socioeconômicas na sociedade. Exemplificativamente, em pesquisa produzida pela Anjos do Brasil, averiguou-se que no Brasil apenas 16% do número total de investidores são mulheres<sup>36</sup>. Este é o primeiro ponto que ilustra o porquê desta categoria estar além do capital.

Noutro giro, um ponto elementar para o desenvolvimento da presente discussão é o de que investimentos-anjo não são exclusivamente realizados sob o viés econômico, ou seja, objetivando tão somente o lucro. Por isso, uma definição como a de Scott Shane e Shaker Heights, em tradução livre, para quem “o investidor-anjo é o indivíduo que aplica recurso, na forma de dívida ou capital, de suas próprias reservas em uma empresa privada detida e operada por alguém que não é nem seu amigo, nem membro da sua família”<sup>37</sup> é incompleta.

Defendo que não é interessante classificar investidores-anjo em ativos e passivos, como propõe Prowse<sup>38</sup> em estudo seminal. É uma desnaturação do conceito. A atividade anjo envolve uma inserção do benfeitor na sala de máquinas da sociedade em prol de uma aceleração do crescimento. É o consagrado entendimento de *smart-money* (capital inteligente, em tradução literal). Aqui, abro um parêntese para a primeira aparição dessa associação ao tempo. Optei por explorá-la neste item e não no interior com o intuito de apresentar o impacto da interferência angelical. Para tal, retorno ao estudo de Vanessa Nogueira e Carlos Oliveira sobre a causa da mortalidade das *startups* brasileiras. Após pôr à prova 18 premissas e 30 variáveis de análise, os pesquisadores chegaram à seguinte conclusão:

“Investir muito capital na *startup*, antes que ela comece a faturar, aumenta as chances de insucesso da empresa. Esse pode ser um indicativo de que caminhar desde o início com foco em demandas reais de mercado pode ajudar a viabilizar o empreendimento. Quando o produto ou serviço atende demandas

<sup>34</sup> MASON, C. M. Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), **The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures**. London: Springer, 2006.

<sup>35</sup> WETZEL, W.E. Informal Risk Capital In New England. In *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*, edited by K.H. Vesper, pp. 217-245. Babson College, Wellesley, MA. 52, 1981W

<sup>36</sup> ANJOS DO BRASIL. **O crescimento do Investimento Anjo**. 24 jun. 2022. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados>. Acesso em: 09 de dez. 2022.

<sup>37</sup> SHANE, S. A. **The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures**: an Office of Advocacy working paper. Washington, D.C.: SBA Office of Advocacy, 2008. p. 6- 7.

<sup>38</sup> PROWSE, S. Angel investors and the market for angel investments. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 785-792, Aug. 1998.

reais, o caminho para a venda é mais curto, e o negócio pode ser viabilizado com o capital dos próprios clientes. Além disso, é a venda que valida a aceitação do mercado e atesta o melhor caminho a ser seguido.

O contraste de percepções, dos empreendedores que tiveram suas empresas descontinuadas com os que mantiveram suas *startups* em operação, reforça essa ideia: enquanto para os que descontinuaram, a falta de capital para investir no negócio aparece como um dos três fatores de maior influência no fracasso da *startup*, para os sobreviventes, a disponibilidade de capital para investir no negócio é apontada como o fator de menor importância para a sobrevivência. O que teria faltado para as empresas que descontinuaram – o capital ou um olhar mais atento para o mercado?<sup>39</sup>

Portanto, o resultado, quase que paradoxal, aponta que quanto menos capital aportado nos estágios iniciais, maiores são as chances de sucesso. Assim sendo, a função desempenhada pelos investimentos-anjo entrega mais valor através das outras coisas que tais sujeitos podem oferecer. Nesta linha, o dinheiro inteligente (*smart money*, em tradução literal) é revolucionário. Capital pelo capital, os empreendedores poderiam recorrer aos bancos. Porém, como esperado, isso implicaria na necessidade de prestar maiores garantias, além da existência de uma dívida que indubitavelmente será cobrada. E o pior de tudo, que aconselhamento os empreendedores receberiam dos bancos? A aceleração do crescimento das *startups* estaria definitivamente prejudicada.

Em levantamento de Politis, verificou-se a existência de quatro fatores principais ligados ao caráter especial dos investimentos-anjo, quais sejam: (i) conselhos estratégicos; (ii) supervisão e monitoramento; (iii) aquisição de recursos e (iv) mentoria<sup>40</sup>. Adiciono a esses itens um quinto fator, adotado por Prowse na classificação de investidor-anjo ativo, o qual pode ser descrito como o oferecimento de uma rede de contatos<sup>41</sup>.

Diga-se de passagem, esse papel de aconselhamento e de intervenção da experiência é tão crucial que uma outra conclusão do estudo sobre as causas da mortalidade foi quanto ao benefício da participação de *startups* do estágio inicial em parques tecnológicos, aceleradoras<sup>42</sup> e incubadoras<sup>43</sup>. Trata-se de uma adaptação do mercado que originou essas estruturas sistematizadas de apoio, não exclusivamente financeiro, ao empreendedor.

<sup>39</sup> NOGUEIRA; OLIVEIRA, 2015, p.33.

<sup>40</sup> POLITIS, Diamanto. Business angels and value added: What do we know and where do we go? **Venture Capital**, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 127–147, 2008. DOI: 10.1080/13691060801946147.

<sup>41</sup> PROWSE, 1998.

<sup>42</sup> As aceleradoras são estruturadas num formato em que os empreendedores candidatam-se para participar de um programa de aceleração do qual recebem tanto mentorias com empreendedores, especialistas e professores, como um investimento de capital variando entre US\$ 15 mil e US\$ 150 mil, em troca de participação acionária que varia entre 5% e 15% (ROMANS, 2013).

<sup>43</sup> O processo de incubação pode ser dividido em três etapas: pré-incubação, na qual, é concebido e analisado a viabilidade do projeto; incubação, que é a fase em que a empresa recebe o suporte para colocar em prática o plano de negócios feitos na etapa anterior e pós-incubação, quando as ações são voltadas para a consolidação no mercado

Interessante notar que a motivação dos investidores-anjo também está alinhada com esse propósito. A esse respeito:

**Quadro 2.** Motivações do investidor-anjo.

Autores	Motivação
SULLIVAN <sup>44</sup>	Proximidade da atividade de investir de uma atividade recreativa.
MORRISSETTE <sup>45</sup>	Ganhos financeiros que podem ser resultantes da atividade.
HILL; POWER <sup>46</sup> e FREEAR; SOHL; WETZEL <sup>47</sup>	Satisfação em ser parte do sucesso de um empreendedor.
FREEAR; SOHL; WETZEL <sup>48</sup> e SULLIVAN; MILLER <sup>49</sup>	Contribuir positivamente para a economia através da criação de empregos e para o ecossistema por meio da geração de valor.
ANGELS <sup>50</sup>	Ser chancelado pelo mercado como um investidor de excelência.
FREEAR; SOHL; WETZEL <sup>51</sup>	Obter reconhecimento social (família e amigos) por fazer parte de um grupo exclusivo que investe em inovação.
SULLIVAN; MILLER <sup>52</sup>	Utilizar-se da sua expertise para contribuir com conhecimento e ideias e do seu sucesso para fornecer recursos financeiros; Possibilidade de socializar com investidores que são referência.

mediante a continuidade do relacionamento com a incubadora através de ações de assessoria (LIMA; NOUR; ALBUQUERQUE, 2021, p. 151).

<sup>44</sup> SULLIVAN, Mary Kay. **Entrepreneurs as informal investors: Are there distinguishing characteristics.** Babson Park, MA: Babson college, 1991. v. 15.

<sup>45</sup> MORRISSETTE, Stephen G. A Profile of Angel Investors. **The Journal of Private Equity**, [S. l.], v. 10, n. 3, p. 52–66, 2007. DOI: 10.3905/jpe.2007.686430.

<sup>46</sup> HILL, Brian E.; POWER, Dec. **Attracting Capital From Angels: How their money-and their experience-can help you build a successful company.** [S.l: s.n.], 2002.

<sup>47</sup> FREEAR, J.; SOHL, J. E.; WETZEL Jr., W. E. Raising Venture Capital: Entrepreneurs' Views of the Process. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, [S. l.], p. 223–237, 1990.

<sup>48</sup> Ibidem, 1990.

<sup>49</sup> SULLIVAN, Mary Kay; MILLER, Alex. **Applying theory of finance to informal risk capital research: Promise and problems.** Babson Park, MA: Babson college, v. 14, 1990.

<sup>50</sup> ANGELS, France. **Business Angels SurveyCdc Pm.** [S.l.], 2003.

<sup>51</sup> Ibidem, 1990.

<sup>52</sup> Ibidem, 1990.

LINDE; PRASAD <sup>53</sup>	Vontade de retribuir a sociedade com algo; Possibilidade de interagir com diferentes agentes ( <i>networking</i> ); manter-se em dia com as inovações
-----------------------------	---

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Notemos que a exceção é a motivação de retorno financeiro. De fato, alguns buscam reconhecimento, status e prestígio. Contudo, até por conta da definição de ecossistema já explorada no presente trabalho, defendo a predominância do senso de coletividade. Seja pela satisfação em ser parte da causa de sucesso de outra pessoa, pelo impacto na geração de empregos, pela oportunidade de compartilhar aprendizados, investimento-anjo é uma categoria preenchida pelo valor social. Seus ocupantes já estão resolvidos financeiramente, possuindo outras formas de obter renda passiva de modo a manter o padrão de vida que possuem. Qualquer crescimento é bônus, objetivo secundário<sup>54</sup>. Deste modo, podemos dividir o capital da seguinte forma:

### Quadro 3. Contribuições do investidor anjo.

Contribuição	Descrição
Capital Financeiro	Quando o investidor oferece recursos financeiros para auxiliar na construção da <i>startup</i> .
Capital Intelectual	Quando o investidor oferece conhecimento e expertise de processos de seu conhecimento profissional para compartilhar com as <i>startups</i> investidas (ex: mentorias).
Capital Social	Quando o investidor oferece contatos e <i>networking</i> para realizar parcerias estratégicas e até mesmo abrindo portas para realizar novas vendas para a <i>startup</i> .

**Fonte:** Milton José Daré Júnior<sup>55</sup>.

<sup>53</sup> LINDE, Lucinda; PRASAD, Alok. Venture Support Systems Project: Angel Investors. **VSS Project**, [S. l.], Release 1.1, p. 1–100, 2000.

<sup>54</sup> É importante ressaltar que alguns investidores anjos têm grande preocupação com as questões sociais, e o que os motiva investir é saber que os produtos desenvolvidos por essas empresas podem salvar vidas ou aumentar a qualidade de vida da sociedade. Essa modalidade já é muito presente nos países desenvolvidos e vem crescendo com muita força no Brasil, juntamente com os negócios sociais, ambientais e de gênero” (CUNHA et al., 2020, p. 72).

<sup>55</sup> DARÉ JÚNIOR, Milton José. **Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor**. 2022. Dissertação (Mestrado profissional em empreendedorismo), Departamento de Administração – Universidade São Paulo, São Paulo, 2022.

Por fim, para ilustrar a homogeneidade das etapas de investimentos e dos agentes imputados a elas, em observância do que foi descrito anteriormente, indico o surgimento das associações de investidores-anjo<sup>56</sup>. Ao se reunirem em conjunto sistematizado, organizado e orientado especificadamente para o fim da realização deste tipo de investimento, a quantidade a ser aportada, naturalmente, pode ser maior. Do mesmo modo, no que se refere às exigências. Então, insta perguntarmos qual são as diferenças dessas associações para fundos de investimento como os de *venture capital* (capital de risco, em tradução livre), os quais são frequentemente associados às *startups* em estágio inicial. Como explicitado, digo que poucas, quase inexistentes. Em complementação, respectivas associações acabam se aproximando de outro agente de investimento, as plataformas de *crowdfunding*<sup>57</sup> (financiamento de multidão, em tradução livre), ressaltando mais uma vez as similaridades existentes entre esses tipos.

---

<sup>56</sup> Mais recentemente, no Brasil, destaca-se também a criação de associações de investidores anjo de universidades como o FEA Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da FEA USP), o GV Angels (Associação de investidores anjo formados por ex-alunos da Fundação Getúlio Vargas) entre outras. Nessas associações, grupos de anjos unem-se para investir, conjuntamente, em oportunidades de negócios, dando maior relevância aos empreendedores, tanto pelo aumento de potencial de recursos a serem aportados quanto pelo *networking* gerado (Ibidem, 2022, p. 40).

<sup>57</sup> [...] é caracterizado pela reunião de pequenos investimentos efetuados por uma verdadeira "multidão" de pessoas, com o objetivo de financiar determinada iniciativa ou empreendimento (COCATE; PERNISA JÚNIOR, 2012, p.1).

### 3. MARCO LEGAL DAS *STARTUPS* (MLS)/LEI COMPLEMENTAR 182/2021

Incluir o MLS no objeto desta monografia é parte inevitável do desenvolvimento, ante às resoluções que foram implementadas, as quais impactam substancialmente na segurança da aplicação do mútuo conversível. Deste modo, aproveitei o tópico para fazer duas outras abordagens correlatas, uma questionando o porquê de a intervenção estatal ser necessária e outra trazendo um retrospecto de legislações anteriores, não deixando de prestar atenção aos possíveis pontos de melhorias cabíveis no nosso ordenamento.

Também fiz uso desse meio para discorrer sobre a regulação das outras modalidades de investimento-anjo, resguardando-me quanto às suas desvantagens, uma vez que essas serão debatidas no último capítulo.

#### 3.1. Por que regular?

Acredito que a resposta à pergunta que é a força motriz deste item pode ser sintetizada em uma única palavra: fomento. Ante ao desafiador sistema legal brasileiro, marcado pela extensa codificação e legislação, fenômenos típicos do *Civil Law* (direito continental, na tradução aproximada)<sup>58</sup>, a previsibilidade é um fator indispensável. Frente ao objeto do presente trabalho, restringirei a análise do porquê regular aos instrumentos de investimento em *startups*, sempre atento às peculiaridades de um investimento-anjo.

Pois bem, é importante salientar que o MLS não foi a primeira iniciativa do legislador nacional quanto à disciplina do ecossistema de Inovação. O tema foi tratado inicialmente no Estatuto das Micro e Pequenas Empresas (Lei complementar nº 123 de 2006) por intermédio de alterações promovidas pela Lei Complementar nº 155 de 2016, as quais prometiam conferir segurança jurídica ao setor através da regulação de um instrumento, o contrato de participação, que seria supostamente o ideal para a realização desse tipo de operação.

Em análise das discussões legislativas durante o trâmite do projeto que culminou na Lei Complementar nº 155 de 2016, José Cláudio Rorato registra que “o principal foco dos debates durante todo o trâmite do processo legislativo girou em torno da criação de incentivos e oportunidades de crescimento para o micro e o pequeno empresário, da facilitação de acesso ao capital e da desburocratização do sistema atual.”<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> Um sistema *Civil Law* pode ser entendido, de maneira simplória, como um regime que sofreu grande influência do Direito Romano.

<sup>59</sup> RORATO FILHO, José Cláudio. **Uma análise crítica do contrato de participação criado pela lei complementar n. 155/2016 em comparação às outras formas de estruturação do investimento-anjo.** Dissertação (Mestrado profissional) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2018.

Basicamente, não é um contrassenso dizermos que tais objetivos também se aplicam ao MLS. Ora, então podemos intuitivamente concluir que a Lei Complementar nº 155 não logrou êxito nos seus anseios, sendo necessária a promulgação de um novo Marco Legal para promoção de mais segurança jurídica à área, especialmente no que tange às formas utilizadas para o aporte de capital em *startups*, afinal:

“(...) o principal gargalo jurídico para o fomento desse segmento do mercado encontra-se na ausência de um instrumento jurídico que confira, com solidez e possibilidade de multiplicação, ao investidor e ao investido a devida segurança jurídica e enseje menores impactos tributários”.<sup>60</sup>

É nesta oportunidade que os críticos do controle externo surgem, argumentando que o Estado é incapaz de exercer tal papel de maneira satisfatória, devendo prezar pelas métricas de livre mercado e pela autorregulação dos agentes. Discordo dessa ideia. A esse respeito, foi conduzido um estudo na região metropolitana de Porto Alegre que ilustra o impacto da regulação no mercado, em observação dos efeitos da questionada Lei Complementar nº 155. A conclusão foi a seguinte:

“Embora a Lei seja recente, a pesquisa apontou certo grau de desconhecimento dessa modificação por parte dos empreendedores. Esse fator foi percebido em várias questões, nas quais os empreendedores não souberam responder sobre as mudanças e as possibilidades que a nova regulamentação trouxe, tampouco no que diz respeito à tributação dos rendimentos auferidos pelo investidor-anjo”.<sup>61</sup>

Ora, ao realizarmos a leitura do comentário de teor conclusivo, somos levados a crer que o impacto da regulação é negativo, uma vez que os empreendedores alegaram desconhecimento da legislação, o que, em tese, fortaleceria o ponto daqueles que criticam determinada postura intervencionista. No entanto, a contradição foi posta propositalmente em razão da existência de um gravame sobre o todo, ou seja, a ineficácia da Lei Complementar nº 155 quanto ao atingimento das suas metas pré-dispostas.

Ocorre que a ausência de regulação não é bem-vinda, tal como o excesso de intervenção. A legislação em xeque pecou justamente neste último ponto, ao propor um instrumento de

<sup>60</sup> SANTOS, Fábio Gomes, et al. **Desafios jurídicos para o fomento financeiro da inovação pelas empresas. Inovação no Brasil: avanços e desafios jurídicos e institucionais.** São Paulo: Blucher. 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Fabio-Gomes-Dos-Santos/publication/320479848\\_Desafios\\_juridicos\\_para\\_o\\_fomento\\_financeiro\\_da\\_inovacao\\_pelas\\_empresas/links/5d8a6a0b458515202b6586b8/Desafios-juridicos-para-o-fomento-financeiro-da-inovacao-pelas-empresas.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Fabio-Gomes-Dos-Santos/publication/320479848_Desafios_juridicos_para_o_fomento_financeiro_da_inovacao_pelas_empresas/links/5d8a6a0b458515202b6586b8/Desafios-juridicos-para-o-fomento-financeiro-da-inovacao-pelas-empresas.pdf). Acesso em: 13. dez. 2022.

<sup>61</sup> FULBER, Fabrício Rafael; HAHN, Roberto Carlos. **O impacto da regulamentação do investidor-anjo nas startups da região metropolitana de Porto Alegre-RS.** Revista Eletrônica de Ciências Contábeis, v. 9, n.1, p. 213-240, 2020.



investimento carregado de regras e imposições, limitando exageradamente a autonomia privada e a liberdade contratual dos agentes<sup>62</sup>. Tudo isso na tentativa de copiar o que mercado já utiliza, mas que é injustamente rotulado como uma “jabuticaba jurídica”<sup>63</sup>. Coube então ao MLS a função de evidenciar a efetividade da regulação. Em vista disso, discorro sobre suas contribuições e pontos de melhoria a seguir.

### **3.2. A disciplina dos instrumentos de investimento em inovação**

A disciplina dos instrumentos de investimento em inovação está presente no capítulo III do MLS, com desenvolvimento entre os arts. 5º e 8º. Inicialmente, chama a atenção o fato de serem poucos dispositivos, considerando, é claro, todos os incisos e parágrafos, destinados à regulação do tema e à resolução do quadro de insegurança. Resta saber, portanto, se os pontos necessários foram contemplados. Vejamos.

#### **3.2.1. Intervenções necessárias e pontos de melhoria**

Antes de partir para a descrição de cada modalidade, creio ser pertinente apresentar as questões que mais exigiam uma manifestação do aparato legal. Sinteticamente, elas podem ser resumidas em: (i) incidente de desconsideração da pessoa jurídica e (ii) tributação.

No que diz respeito à primeira, a Lei Complementar nº 155 havia deixado um vácuo ao limitar o incidente de desconsideração da personalidade jurídica tão somente ao contrato de participação e à regra geral do art. 50 do Código Civil<sup>64</sup>. No entanto, antes de dar continuidade, um passo atrás. Por que é importante limitar o incidente de desconsideração da personalidade jurídica no âmbito dos instrumentos de investimento inovação? Ora, por conta da natureza conversível desses contratos. Na hipótese do investidor-anjo, geralmente é adquirido um direito à aquisição de participação societária, não havendo, portanto, o ingresso imediato no quadro de sócios da empresa<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> SILVA FILHO, 2019.

<sup>63</sup> Expressão frequentemente utilizada no meio jurídico para denotar um fenômeno que ocorre apenas no Brasil por conta do caráter nativo da Jabuticaba.

<sup>64</sup> Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso (BRASIL, 2002).

<sup>65</sup> Importante salientar que quanto a este ponto existe uma exceção, o Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC). Tal operação contábil também é uma modalidade de investimento em inovação, contudo não houve sua especificação no MLS. Tem como desvantagem justamente o fato da conversão em participação societária ser obrigatória (SILVA FILHO, 2019).

Formalmente, isso obsta a aplicação da regra geral de desconsideração, porém é insuficiente para as questões relacionadas às ordens trabalhista, consumerista e tributária<sup>66</sup>. Neste contexto, aprofunda-se o art. 8º do MLS<sup>67</sup>. Com base nele, pode-se dizer que nesta seara a legislação é quase inteiramente satisfatória, restando uma situação que não foi contemplada pelo dispositivo, a responsabilização solidária do grupo econômico por força do art. 2º da CLT. É crucial o fato de a responsabilização por solidariedade ser ainda mais prejudicial que a desconsideração, uma vez que não há, em regra, o seguimento de uma ordem pré-determinada para o pagamento da dívida<sup>68</sup>. Deste modo, urge uma manifestação legislativa a esse respeito.

No que diz respeito à segunda, mais lacunas existem, até porque não há nenhum pronunciamento do MLS sobre essa temática, sendo a legislação completamente omissa. Logo, em um dos maiores pontos de preocupação do mercado. Na verdade, vigora um dispositivo vago e generalista que reafirma o que já é mandatário por força de outras fontes legais. É o § 3º do art. 5º<sup>69</sup>, o qual diz que as operações devem ser registradas contabilmente.

Assim sendo, surgem aqui duas questões principais, rotineiramente enfrentadas pelos agentes do ecossistema, as quais são, inclusive, determinantes na escolha do instrumento de investimento em inovação mais propício. São elas: (i) caracterização ou não dos aportes enquanto receita na perspectiva dos empreendedores; (ii) possibilidade de permanência da empresa no regime do Simples Nacional<sup>7071</sup>.

De antemão, ressalto que o contrato de participação, renomeado contrato de investimento-anjo pelo MLS, é uma modalidade que possui resposta positiva quanto aos dois pontos elencados acima. Apesar de não ser o único. O contrato de mútuo conversível possui,

---

<sup>66</sup> CARVALHO, Elisa Andrade Antunes de; NONNENMACHER, Bruna Isabela; SILVA, Jéssica Maria Gonçalves da. **O Marco Legal das Startups e a figura do investidor anjo**. Revista Direito Izabela Hendrix, Minas Gerais, v. 27, n. 27, p. 85-100, 2021.

<sup>67</sup> Art. 8º O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar:  
I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;  
II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.  
Parágrafo único. As disposições do inciso II do caput deste artigo não se aplicam às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor (BRASIL, 2021).

<sup>68</sup> Ibidem, 2021.

<sup>69</sup> § 3º Os valores recebidos por empresa e oriundos dos instrumentos jurídicos estabelecidos neste artigo serão registrados contabilmente, de acordo com a natureza contábil do instrumento (BRASIL, 2021).

<sup>70</sup> Ibidem, 2021.

<sup>71</sup> “O Simples Nacional tem por objetivo fomentar empresas de pequeno porte ou microempresas ao simplificar e diminuir a carga tributária. A Lei Complementar 123 de 2006 institui as regras e objetivos do Simples Nacional, bem como a lista de hipóteses em que uma empresa poderá optar por essa simplificação” (JÚDICE, 2017, p. 171).

por exemplo, natureza creditícia, sendo tributado, na perspectiva do investido, não como aferição de renda, mas como operação de crédito, incidindo assim as alíquotas relativas ao IOF. Da mesma forma, em relação à permanência no Simples Nacional, tendo em vista que o valor investido é contabilizado como um passivo<sup>72</sup>.

Acontece que a balança da justiça tem dois pratos. Do lado do investidor, os ganhos periódicos (não resultantes da efetiva propriedade de quotas) oriundos de qualquer modalidade, apesar de serem internamente entendidos como participação nos resultados, isto é, como a isenta distribuição de dividendos, acabam recebendo interpretação diversa por parte da Receita Federal, a qual equipara um investimento de altíssimo risco à segurança inquestionável da renda fixa. “Não bastasse, a IN RFB n. 1719, que regulamenta a tributação destes rendimentos, traz em seu art. 5º alíquotas regressivas que variam entre 22,5% e 15%, e que são idênticas às praticadas na tributação de investimentos de renda fixa”.<sup>73</sup>

Em contrapartida, o mesmo dispositivo administrativo exclui a conversão do aporte em participação societária do rol de fatos geradores, implicando em isenção de imposto de renda para o investidor no ato do exercício do direito de opção de compra. Enfim, resta bem claro que neste campo a regulamentação é incipiente, provocando angústia em um mercado que, por trabalhar em condições de extrema incerteza, necessita de incentivos específicos, especialmente no que tange ao pagamento de tributos. A equiparação de investimentos-anjo aos montantes aplicados na renda fixa para fins fiscais é um convite para a frustração.

### **3.2.2. As modalidades em si**

As modalidades nominalmente citadas pelo MLS são as seguintes: contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas; contrato de opção de compra de ações ou de quotas; debênture conversível emitida pela empresa; contrato de mútuo conversível em participação societária; estruturação da sociedade em conta de participação; e contrato de investimento-anjo<sup>74</sup>.

Pois bem, o primeiro passo é entendermos o que é uma opção de compra, afinal este conceito é chave para a compreensão de todo o gênero de contratos conversíveis, e não só os contratos dessa espécie. Resumidamente, “a opção de compra de participação societária, ou simplesmente opção de compra, é o instrumento contratual por meio do qual o investidor

---

<sup>72</sup> RORATO FILHO, 2019.

<sup>73</sup> CARVALHO; NONNENMACHER; SILVA, 2021, p. 96.

<sup>74</sup> BRASIL, 2021.

adquire, mediante pagamento, o direito de comprar participação societária de uma determinada sociedade”<sup>75</sup>.

Ora, neste momento ei de indagarmos qual a diferença do que foi apontado para um mútuo conversível, haja vista que no último “(...) o investidor mutuante empresta certa quantia em dinheiro para a sociedade mutuária, que se obriga a pagá-la ou a convertê-la em participação societária no prazo e nas condições estabelecidas no contrato”<sup>76</sup>. Vide que há opção de compra em ambas modalidades. Porém, existe uma distinção que é crucial e será trabalhada no próximo capítulo.

Quanto à diferenciação entre a subscrição e a compra nos tipos de opção de compra, a mudança está no polo passivo da operação. Na primeira a participação societária que será eventualmente transferida para o investidor deve partir da emissão de novas quotas/ações da empresa, enquanto na segunda são as quotas/ações dos próprios empreendedores que serão objeto de alienação<sup>77</sup>.

Em razão do investimento em debêntures estar associado às sociedades anônimas, tipo societário que muito dificilmente é utilizado por *startups* do estágio inicial, em virtude das complexidades e exigências envolvidas nesse regime, o presente trabalho se resguardará desta análise. Em perspectiva similar, como já aludido acima, a leitura do mútuo conversível será feita em item especialmente dedicado a esse fim no último capítulo, em privilégio ao instrumento que é o eixo central desta monografia.

Partimos então para os investimentos via sociedade em conta de participação (SCP). Há toda uma discussão doutrinária a respeito do enquadramento ou não da SCP como tipo societário. Para os fins deste estudo, tal classificação é indiferente. Porém, é válido o registro de que se trata de uma sociedade despersonalizada, sendo a sua inscrição no cadastro nacional de pessoas jurídicas feita para o atendimento de outros fins, como os fiscais. Enfim, o que traz essa modalidade para o ecossistema é a existência de duas categorias de sócio, o ostensivo<sup>78</sup> e o participante<sup>79</sup> (também chamado de oculto). O primeiro é o que toca a operação, sendo o agente ativo do dia a dia. O segundo é o que apenas injeta o capital, não exercendo nenhuma

---

<sup>75</sup> SILVA FILHO, 2019, p. 32.

<sup>76</sup> Ibidem, 2019, p. 34.

<sup>77</sup> Ibidem, 2019.

<sup>78</sup> É o sócio ostensivo quem pratica todos os atos em nome da SCP, registrando-as contabilmente como se fossem suas, sem, no entanto, deixar de identificá-las para fins de partilha dos respectivos resultados (DELGADO, 2020, p. 712).

<sup>79</sup> “A obrigação do sócio participante, por sua vez, é contribuir para a constituição do patrimônio da sociedade, sem que responda por esta perante terceiros, tendo por direito a mera fiscalização da gestão dos negócios sociais, não podendo interferir nas relações do sócio ostensivo com terceiros sob pena de também passar a responder pela sociedade pelas obrigações em que intervir” (PEGHINI; PEREIRA, 2022, p. 71).

função administrativa no âmbito da sociedade – ainda que possa fiscalizar os atos daqueles que a controlam<sup>80</sup>.

Finalmente, chegamos aos contratos de participação, também chamados de contratos de investimento-anjo. Como já explicitado anteriormente, essa modalidade foi instituída na Lei Complementar nº 123 através das alterações promovidas pela Lei Complementar nº 155. Importante notar que nem o próprio instrumento legal traz uma definição precisa do que é esse tipo contratual, limitando-se a conceituá-lo como o aporte de capital que não integrará o capital social da empresa<sup>81</sup>.

Por isso em um primeiro momento, observemos que novamente há uma certa semelhança entre os contratos de opção de compra, os mútuos conversíveis e os contratos de participação, afinal todos eles guardam estreita relação com o gênero opção de compra. No entanto, quanto ao último, prevalece uma diferença crucial no fato dele não ser um instrumento atípico, afinal sua regulação se dá em sede de Lei Complementar. E é justamente nesta condição que reside o calcanhar de Aquiles dessa modalidade, tendo em vista que o legislador não inovou na sua criação, havendo, na verdade, uma tentativa falha de normatizar o mútuo conversível<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> PEGHINI, Cesar Calo; PEREIRA, Renata Ramos Carrara. **O investidor anjo e a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento nas startups**. Revista Direito, Inovação e Regulações - Centro Universitário de Cascavel (UNIVEL). Cascavel. Jan. 2022; V. 1 (1): 55-80.

<sup>81</sup> BRASIL, 2021.

<sup>82</sup> SILVA FILHO, 2019.

#### **4. EXISTE UM INSTRUMENTO MAIS ADEQUADO PARA O INVESTIMENTO EM *STARTUPS* DO ESTÁGIO INICIAL?**

A essência desta obra está neste último capítulo. É nesta oportunidade que pretendo responder minha pergunta de pesquisa, validando assim a hipótese apresentada desde o título. Para tal, recorro primeiramente aos resultados da parte empírica, de modo a atestar, dentre outras práticas e condutas, a utilização massiva do defendido no atual contexto.

Após, finalmente percorro todos os aspectos relacionados ao mútuo conversível dos investidores-anjo, da parte histórica à sua aceção no ordenamento brasileiro, destacando cada ponto de vantagem especificadamente. Também aproveito para desconstruir certas características negativas que lhe são imputadas, prescrevendo ainda medidas contratuais e de governança para a suavização desses fatores. Finalizo, portanto, a presente seção com a indicação exemplificativa de elementos a serem possivelmente incorporados pelo mercado, propiciando assim o almejado desenvolvimento econômico nacional.

##### **4.1. Exposição dos resultados da pesquisa empírica**

Para o presente trabalho, foi conduzida pesquisa empírica através de formulário do Google (*i.e.*, roteiro fixo) com os dois principais polos do ecossistema a fim de diagnosticar práticas e validar premissas. Importante dizer que não serão revelados quaisquer dados que possam identificar os sujeitos participantes, mantendo-se o anonimato das respostas. Ao todo, 5 empreendedores e 5 investidores-anjo colaboraram com o questionário.

As entrevistas ocorreram entre o segundo semestre de 2022 e o primeiro semestre de 2023 e a íntegra das respostas pode ser vista no final desta monografia nos Apêndices A e B. Propositamente, optei por apresentar os resultados nesta ordem para termos inicialmente a visão dos empreendedores e não sermos induzidos assim pela perspectiva dos investidores-anjo, a qual naturalmente tende a ser, mesmo com o senso de coletividade do ecossistema de inovação hipertrofiado, mais propensa à escolha do mútuo, por conta da sua natureza creditícia.

##### **4.1.1. O que dizem as *startups* no Apêndice A?**

Verdade seja dita, quanto ao aporte de capital, quem detém a última palavra é o investidor. Do lado de lá, vêm exigências. Do lado de cá, concessões. As grandezas econômicas básicas da oferta e demanda fazem com que, naturalmente, as coisas sejam assim. Porém, isso não quer dizer que a opinião do empreendedor deve ser desconsiderada, muito pelo contrário.

Por isso, propus o questionário exposto acima a cinco empresários da inovação com o intuito de verificar (i) o porquê de se buscar um investidor-anjo e não outra forma de financiamento; (ii) qual instrumento contratual foi utilizado em eventual investimento-anjo na sociedade; (iii) quais foram as exigências impostas pelo investidor-anjo na respectiva operação, se existente; (iv) se o mútuo conversível deixou de ser o instrumento mais usado ou quisto pelo mercado, nessa perspectiva, após a promulgação do MLS; (v) como as *startups* se organizam do ponto de vista societário e de governança para a captação futura de investimentos-anjo.

Adianto que não são muitas conclusões, ante à objetividade das respostas. Todavia, no que diz respeito ao objeto principal do presente estudo, uma sentença pode ser dada. Das 5 *startups* participantes, 2 estão em outro estágio de desenvolvimento, que não o inicial. Qual a consequência disso? Analisando as outras respostas, podemos notar que apenas 2 *startups* receberam investimentos-anjo (por mais que o gráfico 3 aponte que 80% das empresas não tenham recebido algum aporte desse tipo recentemente). O que parece uma contradição na verdade se trata de um lapso temporal, uma vez que um dos empreendedores que teve sua sociedade contemplada recebeu o aporte em 2015.

Enfim, é provável que as sociedades que estão em estágios mais avançados de desenvolvimento foram justamente as que receberam investimentos-anjo, podendo isso significar duas coisas a meu ver: (i) estágio prematuro de operação ou validação do Produto Mínimo Viável que os outros empreendedores se encontram ou, principalmente, (ii) dificuldade em captar recursos no ecossistema.

Também é interessante notar que ao falarem sobre a expectativa de receberem investimentos-anjo no futuro, apenas um dos empreendedores ressaltou que sua operação não precisa de recursos externos no presente momento, pagando a si mesma<sup>83</sup>. E foi justamente o caso daquele que trabalha com o desenvolvimento de *softwares* por encomenda, modelo já consolidado no mercado e que, portanto, não necessariamente está coberto por incertezas. Isso também pode ser a razão das outras *startups* não terem buscado ou conseguido aportes de capital externo.

A menção ao SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*, ou Acordo Simples para Participação Futura, em tradução literal) já era esperada em razão do crescimento da popularidade desta modalidade no ecossistema recentemente. Este é um misto entre mútuo

---

<sup>83</sup> Ora, este ponto ilustra a superação de um conceito do Ecossistema e até da própria economia, o chamado *breakeven* (ponto de equilíbrio, em tradução livre). Este fenômeno ocorre quando todas as receitas da *Startup* são suficientes para pagar todas suas despesas, “zerando” o caixa.

conversível, contrato de opção de compra e contrato de participação, que também pertence ao gênero opção de compra. No entanto, possuo críticas quanto à sua utilização, as quais serão tratadas no transcorrer deste capítulo.

O que de fato é um sinal de alerta nesta seção das perguntas é a menção ao contrato de *vesting*, instrumento utilizado para a oferta de participação societária para colaboradores estratégicos, o qual não guarda nenhuma relação com a atividade de investimento-anjo. Tal desconhecimento evidencia um vão entre as concepções legais aplicáveis ao ecossistema e as práticas adotadas pelos seus operadores. Em contrapartida, tal espécie contratual é um exemplo de preparação de governança, devendo o seu uso ser estimulado quando o estágio de desenvolvimento da *startup* for propício.

Por fim, a citação às ações guardadas em tesouraria por influência da Lei das S/As foi uma demonstração de domínio societário do empreendedor em questão, iniciativa que contrasta com o perfil geral desses agentes que são o coração do ecossistema.

#### **4.1.2. O que dizem os investidores-anjo no Apêndice B?**

Se do outro lado, afirmei que as respostas foram, em geral, objetivas e que, por conta disso, não havia muitas conclusões a serem tiradas, o quadro muda de posição na análise das respostas dadas pelos 5 investidores-anjo que participaram do presente levantamento, até porque suas experiências não estão condicionadas ao aporte de um capital. Buscava-se, portanto, validar as seguintes questões: (i) se o mútuo conversível deixou de ser o instrumento mais usado ou quisto pelo mercado, nessa perspectiva, após a promulgação do MLS; (ii) constatar a importância do aspecto financeiro e de outros fatores nesse tipo de investimento; (iii) constatar o principal sentimento associado a eventos de insucesso nesse tipo de investimento; (iv) entender o que costumam exigir das *startups* em termos de governança e estruturação societária e relação disso com a complexidade da auditoria que é realizada; (v) entender qual a preferência dos investidores-anjo, considerando um cenário de equidade de condições, entre a realização de lucro e a conversão em participação societária.

Primeiramente, observa-se que os investidores-anjo possuem um perfil diverso, predominando a categoria dos executivos de empresa, o que, diga-se de passagem, coaduna com a experiência corporativa que frequentemente é imputada a esses agentes. Verifica-se também que a proporção relacionada ao tempo de exercício dessa atividade é praticamente a mesma, prevalecendo o período entre 2 anos e meio e 5 anos. Assim, destaca-se que nenhum deles iniciou o exercício após a promulgação do MLS.



Passando para a análise da graduação em níveis de importância dos aspectos relacionados a esse tipo de investimento, notemos que o fator “retorno financeiro” não deixou de receber as pontuações mais altas, demonstrando que, ao contrário do que foi defendido anteriormente no presente trabalho, a aferição de lucro não representa um objetivo secundário da atividade-anjo. O que há, na verdade, é uma elevação de outros fatores como a “possibilidade de atuar como Mentor, *Advisor* ou Conselheiro da *Startup*”, que recebeu a mesma distribuição de importância que o “retorno financeiro”. Aproveito para dizer que outros aspectos foram mencionados como aprendizado e experiência, valorização do ecossistema e nacionalização de negócios desenvolvidos por *startups* fora do Brasil.

No que se refere ao sentimento associado a um evento de insucesso, algumas observações interessantes podem ser traçadas. O fato de nenhum investidor-anjo ter marcado culpa demonstra que a posição ocupada por ele na sociedade de fato é consultiva, não havendo que se falar em interferência na sua administração. O aprendizado ter sobreposto o arrependimento denota a ideia de que o investidor, quando decide aportar recursos em sociedades que vivem sob o regime da extrema incerteza, está bem certo da sua escolha e ciente dos riscos envolvidos. Creio que prevaleceu, por conta disso, a escolha pela auditoria menos robusta diante das sociedades em estágio inicial.

Agora quanto à opção por realizar o lucro ou converter em participação societária, reparemos que se trata de bola dividida, não havendo consenso entre os investidores-anjo. Alguns optariam pela realização do lucro, aproveitando-se da natureza creditícia do mútuo conversível, outros assumiriam o risco do investimento e converteriam em participação. Enfim, isso acaba solidificando a flexibilidade que o instrumento ora defendido oferece ao mercado.

Percebamos também que, do ponto de vista das exigências societárias e de governança, há uma dispersão e um conjunto heterogêneo de mandamentos. Novamente, enquanto alguns desejam transparência, direitos de participação, garantias societárias e programa de ética, para outros basta um contrato de mútuo bem-feito. Ressaltando o ponto de que os investidores-anjo, quando decidem dispor do seu capital, estão plenamente de acordo com os riscos intrínsecos à operação. Entretanto, instiga a investigação o fato de três dos investidores-anjo marcarem suas exigências com qualidades e competências pessoais, especialmente relacionadas com os fundadores, haja vista que eles serão responsáveis pela administração direta da sociedade.

Por fim, a constatação que sintetiza o objetivo de toda essa pesquisa empírica, ou seja, a escolha unânime do mútuo conversível enquanto instrumento que é usualmente utilizado. Vejamos o porquê logo a seguir.

## 4.2. Mútuo conversível

### 4.2.1. A construção de um instrumento híbrido, complexo e atípico

Inicialmente, é indispensável traçar um breve comentário sobre o contexto estadunidense, o qual influenciou de maneira decisiva a concepção do nosso mútuo conversível. Pois bem, tal origem remonta às chamadas *convertible notes* (notas conversíveis, em tradução literal). Tal instrumento é utilizado nos EUA para conceder um direito de crédito ao investidor, facultando-lhe a opção de satisfazer determinada obrigação através do recebimento de participação societária – sendo esta, inclusive, a prioridade da operação<sup>84</sup>. Diante disso, vejamos o detalhamento, em tradução literal, que o professor Spencer Williams, da *Stanford Law School*, esmiuça com relação às notas conversíveis:

“(...) representam um investimento de quase-capital, apresentando cláusulas típicas (de um instrumento de dívida), como taxas de juros, quantia arrecadada – quando ocorre uma sindicalização do *funding* –, prazo de vencimento, conversão, mandato para exercício de opção de compra, garantia, subordinação dos interesses do credor em detrimento da companhia, reembolso múltiplo em caso de restituição do mútuo por parte da companhia e financiamento em etapas (...)”<sup>85</sup>.

Em interpretação paritária, Therese H. Maynard e Dana M. Warren, docentes da *Loyola Law School*, lecionam que uma dívida conversível é um empréstimo no qual o reembolso pode ocorrer em dinheiro ou em ações ordinárias ou preferenciais, ficando tal decisão a critério exclusivo do investidor, o qual pode, até mesmo, cobrar a incidência de juros para ambos os casos<sup>86</sup>.

Acontece que não foi assim que este contrato em espécie foi originalmente concebido no Brasil<sup>87</sup>. Um campo no qual sua utilização é recorrente é o da atividade bancária, explicando

<sup>84</sup> ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2022.

<sup>85</sup> “*Debt in the venture financing context is typically convertible to equity and therefore debt venture financings can be thought of as quasi-equity investing*”. Numa tradução livre, a “dívida no contexto de financiamento de risco é normalmente conversível em capital e, portanto, os financiamentos de risco de dívida podem ser considerados como investimento de quase-capital” (WILLIAMS, 2017).

<sup>86</sup> MAYNARD, Therese H; WARREN, Dana M. *Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing*. Wolters Kluwer Law & Business: 2010, p. 431.

<sup>87</sup> O mútuo é o *empréstimo de coisas fungíveis*, que transfere ao mutuário a propriedade da coisa mutuada, obrigando-o a restituir ao mutuante o que dele recebeu, em coisa do mesmo gênero, quantidade e qualidade, podendo ser *gratuito* ou *oneroso*. Caracteriza-se o mútuo pela translação do domínio, em virtude da qual os riscos da coisa se transferem para o mutuário, cuja obrigação de restituir perdura, mesmo na hipótese de destruição da coisa por força maior ou em virtude de caso fortuito, pois *res perit domino* (o risco pelo perecimento da coisa corre por conta do proprietário), e o gênero presumidamente nunca perece. O mútuo também é chamado empréstimo de consumo, e só pode ser realizado pelo proprietário da coisa mutuada, sob pena de importar em ato nulo para o direito civil e ilícito penal punido como se estelionato fosse (CP, art. 171, § 2o, I), segundo a melhor doutrina (WALD, 2015, p. 222).

o professor Fábio Ulhoa Coelho que “o mútuo bancário é o contrato pelo qual o banco empresta certa quantia de dinheiro ao cliente, que se obriga a pagá-la, com acréscimos remuneratórios, no prazo contratado. O matiz dessa figura contratual, evidentemente, é o mútuo civil, empréstimo de coisa fungível (...)”<sup>88</sup>. Sua regulação pelo Código Civil perfaz conceituação explícita no art. 586<sup>89</sup>. No entanto, o uso que é dado a esse tipo no contexto dos investimentos em *startups* acabou desnaturando essa essência tradicional, tornando-o um contrato de natureza híbrida, bem similar às notas conversíveis estadunidenses, o qual oferece ao mutuante investidor três escolhas ao invés de caminho único, implicando, conseqüentemente, em atipicidade.<sup>90</sup>

Nesta linha, a adjetivação “complexo”, geralmente, é acompanhada de uma conotação negativa. Não é o caso. A complexidade do mútuo conversível é uma consequência da dinâmica em vigor no ecossistema de inovação brasileiro<sup>91</sup>. Para os fins do mercado, as grandezas que realmente importam no resultado são a efetividade e a segurança.

Deste modo, o caráter híbrido se dá em razão da mistura de dívida com investimento. Não é a mera inserção de uma cláusula de conversibilidade em um documento regulador de uma operação creditícia, ou seja, o implemento de uma capacidade de satisfação da obrigação por via alternativa. Trata-se da adição de um conjunto de exigências por parte do investidor, as quais podem acarretar desde o direito a voto afirmativo até a doação do montante aportado. Portanto, empresta-se sim coisa fungível, mas com o arrolamento de condições específicas, as quais detêm o condão de suspender a conversão dos valores em participação societária.

“A conversibilidade do mútuo não é uma simples opção. Decorre necessariamente de uma perspectiva de vontade (unilateral) do mutuante investidor de ter tríplice opção no aporte: a) converter o crédito líquido e exigível do mútuo mediante compensação (CC, art. 368) com a dívida de integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito, caso as condições suspensivas (CC, art. 125) não sejam atendidas pela sociedade investida/mutuária e seus sócios, como redução de endividamento, aumento de receita, melhora de índices econômicos (por exemplo, EBITDA – *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization*); ou c) perdoar a dívida, o que, na prática, terá ocorrido uma doação (CC, art. 538), no caso de mutuária/investida não ter “performado” e ido, assim, à bancarrota”<sup>92</sup>.

<sup>88</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3, p. 148.

<sup>89</sup> Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade (BRASIL, 2002).

<sup>90</sup> ZIRPOLI, 2022.

<sup>91</sup> É de se esperar que um investimento de risco seja ainda mais sensível no contexto de uma economia emergente como a brasileira. Para além disso, o ordenamento jurídico nacional em muito se difere dos paradigmas legais estadunidenses, local de nascimento do fenômeno *Startup*.

<sup>92</sup> ZIRPOLI, 2022, p. 38.

Assim sendo, diante do exposto, é o momento de entendermos qual a vantagem dessa, em sentido pejorativo, “colcha de retalhos” e o porquê de um instrumento complexo, híbrido e atípico ser a modalidade ideal para o investimento-anjo em *startups* do estágio inicial.

#### 4.2.2. Quais as vantagens sobre os outros instrumentos comumente utilizados?

Após algumas referências ao presente tópico em momentos anteriores deste trabalho, finalmente chegamos ao ponto que norteia toda pesquisa, habilitados, assim espero, a responder à pergunta “por que devemos dar preferência ao mútuo conversível nos investimentos-anjo em *startups* do estágio inicial?”. Para tal, comparemos o defendido às outras modalidades de acordo com a ordem disposta no MLS.

Primeiro, a superioridade do mútuo em relação às opções, seja a de compra ou subscrição, pode ser entendida a partir da natureza desses elementos. Enquanto o defendido possui DNA creditício, as opções apenas regulamentam a aquisição ou subscrição de participação societária, limitando-se a um dos lados do regime híbrido do mútuo<sup>93</sup>. Ocorre que, quanto a esta questão, há uma divergência de entendimentos no ecossistema. Nem todos encaram a possibilidade de reaver o dinheiro do aporte como algo positivo, afinal isso acaba descaracterizando o viés de um investimento que é de elevado risco. É como se apostássemos na bolsa de valores e, caso perdêssemos, pudéssemos retornar ao estado anterior das coisas. Não é assim que as coisas funcionam.

Porém, pretendo deixar uma contribuição aqui a esse respeito. Temos um mercado que já consolidou o mútuo conversível. Basta vermos a pesquisa empírica que foi conduzida para o presente trabalho e a conclusão obtida em diversos outros estudos que estão referenciados ao final. É praticamente unânime. Portanto, interferir nessa garantia de restituição do investidor é algo, no mínimo, delicado. O contrato de participação é um ótimo exemplo de como regulação não é sinônimo de aceitação. Pelo contrário, limitar a liberdade dos agentes de contratar é uma escolha que tende a diminuir a utilização desses termos que foram regulados.

Sim, para alguns, trata-se de um contrassenso. Afinal, o estabelecimento de regras gerais que são homogeneamente aplicáveis ao todo costuma ser uma fonte de segurança jurídica. Não é o caso. Tanto que já citada pesquisa realizada na região metropolitana de Porto Alegre apontou que os agentes do ecossistema não conheciam os avanços da Lei Complementar nº 155<sup>94</sup>, a qual

---

<sup>93</sup> SPINA, C. A. **Investidor anjo**: como conseguir investidores para seu negócio. São Paulo: Nversos, 2011. (*E-book*). Posição 2001.

<sup>94</sup> HAHN; FULBER, 2020, p. 236,

era tida, na época de sua concepção, como o centro de esperança para o crescimento das pequenas e médias empresas<sup>95</sup>.

Assim sendo, para a resolução desta dissidência, resta aos empreendedores a estruturação de políticas mínimas de governança, a fim de se resguardarem, na medida do possível, daqueles investidores-anjo que porventura realizem o lucro do investimento, conforme será discutido no último tópico desta monografia.

No entanto, para além da natureza, ainda existem outros dois fatores que diferem o mútuo da opção e somam pontos ao defendido. O primeiro é o do momento do pagamento. Conceitualmente, a maior parte do aporte da opção somente é investida no ato da conversão em participação, diferente do mútuo, no qual os recursos são disponibilizados logo a partir da assinatura do contrato (podendo haver o parcelamento). Ou seja, garante-se o direito de aquisição ou subscrição com uma espécie de “entrada”, a qual, em geral, representa apenas uma pequena parte da quantia que poderá ser efetivamente emprestada, sendo o restante distribuído a partir da ocorrência de um evento de liquidez<sup>96</sup>. Ora, a crítica é imediata, não há razão lógica, econômica ou prática para *startup* receber um investimento desse tipo. Se ela foi atrás de captação, é porque precisa da totalidade de um determinado montante naquele momento, e não de uma pequena parte dele.

Ademais, o segundo motivo desfavorável é o da tributação. Enquanto o fato gerador para a opção é a renda, para o mútuo é a operação financeira<sup>97</sup>. A implicação disso nas alíquotas cobradas é substancial. Para o Imposto de Renda, o percentual cobrado é de 25% de acordo com o art. 864 do Regulamento do Imposto de Renda<sup>98</sup>. Em contraposição, a fatia devida pelo

<sup>95</sup> RORATO FILHO, 2019.

<sup>96</sup> COELHO, G. T.; GARRIDO, L. G. Dissecando o contrato entre startups e investidores anjo. In: JUDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Orgs.). **Direito das startups**. São Paulo: Juruá, 2016.

<sup>97</sup> Art. 3º O fato gerador do IOF é a entrega do montante ou do valor que constitua o objeto da obrigação, ou sua colocação à disposição do interessado (Lei nº 5.172, de 1966, art. 63, inciso I).

[...] § 3º A expressão “operações de crédito” compreende as operações de:

I - empréstimo sob qualquer modalidade, inclusive abertura de crédito e desconto de títulos (Decreto-Lei nº 1.783, de 18 de abril de 1980, art. 1º, inciso I);

II - alienação, à empresa que exercer as atividades de factoring, de direitos creditórios resultantes de vendas a prazo (Lei nº 9.532, de 1997, art. 58);

III - mútuo de recursos financeiros entre pessoas jurídicas ou entre pessoa jurídica e pessoa física (Lei nº 9.779, de 1999, art. 13) (BRASIL, 2007).

<sup>98</sup> Art. 846. Nos mercados de opções, o ganho líquido será constituído (Lei nº 7.799, de 1989, art. 55, § 2º, alínea “b” ; e Lei nº 8.541, de 1992, art. 29, § 2º, alínea “b”) [...] (BRASIL, 2018).

Art. 55. Ficam sujeitas ao pagamento do imposto de renda, à alíquota de vinte e cinco por cento, a pessoa física e a pessoa jurídica não tributadas com base no lucro real, inclusive isentas, que auferirem ganhos líquidos nas operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros, bem como em outros mercados organizados, reconhecidos como tais pelo órgão a cujo poder de polícia se submetem.

§ 2º O ganho líquido será constituído:

[...] b) no caso do mercado de opções:

mutuário pessoa jurídica é de 0,0041% do valor da operação, acrescidos da quota geral de 0,38%<sup>99</sup>.

O ponto de fragilidade do contrato de participação está esculpido no conjunto normativo do art. 61-A da Lei Complementar nº 155, o qual resumidamente afeta três características fundamentais de um investimento-anjo, isto é, a liquidez, a tributação e a busca por capital inteligente. Exemplifico. O prazo de carência para o resgate do investimento disposto no § 7º se trata de uma interferência que afugenta um investidor acostumado com a autonomia privada do mútuo conversível. Do mesmo modo, no que diz respeito à impossibilidade de o valor (do resgate) ultrapassar o valor investido devidamente corrigido, de acordo com outra determinação do mesmo parágrafo<sup>100</sup>. A correção monetária, seja lá qual for o índice utilizado como

---

1 - nas operações tendo por objeto a opção, a diferença positiva apurada entre o valor das posições encerradas ou não exercidas até o vencimento da opção, admitida a correção monetária do custo de aquisição;

2 - nas operações de exercício, a diferença positiva apurada entre o valor da venda à vista ou o preço médio à vista na data do exercício e o preço fixado para o exercício, ou a diferença positiva entre o preço do exercício acrescido do prêmio e o custo de aquisição corrigido monetariamente, se for o caso (BRASIL, 1989).

Art. 29. Ficam sujeitas ao pagamento do imposto sobre a renda, à alíquota de 25%, as pessoas jurídicas, inclusive isentas, que auferirem ganhos líquidos em operações realizadas, a partir de 1º de janeiro de 1993, nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas.

[...] § 2º O ganho líquido será:

b) no caso do mercado de opções, a diferença positiva apurada na negociação desses ativos ou no exercício das opções de compra ou de venda [...] (BRASIL, 1992).

<sup>99</sup> Art. 10. No caso das operações de crédito concedido por pessoas jurídicas não financeiras de que trata o art. 13 da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, o IOF incide somente sobre as operações de mútuo que têm por objeto recursos em dinheiro, disponibilizados sob qualquer forma.

§ 1º Para fins do disposto no caput, o IOF tem como:

I - contribuinte, o mutuário, pessoa física ou jurídica;

II - fato gerador, a entrega do montante ou do valor que constitua o objeto da obrigação ou sua colocação à disposição do mutuário;

III - base de cálculo, o valor entregue ou colocado à disposição do mutuário, observado o disposto no § 2º; e

IV - responsável por sua cobrança e recolhimento, a pessoa jurídica mutuante.

§ 2º No caso de operações de crédito realizadas por meio de conta corrente, a base de cálculo será:

I - o somatório dos saldos devedores diários, apurado no último dia de cada mês, se não definido o valor de principal; e

II - o valor de cada principal entregue ou colocado à disposição do mutuário, se definido esse valor.

§ 3º O IOF incidirá às alíquotas previstas no § 2º do art. 9º e deverá ser recolhido ao Tesouro Nacional até o 3º (terceiro) dia útil subsequente ao decêndio da cobrança, sob os seguintes códigos de receita:

I - 1150, se o mutuário for pessoa jurídica; e

II - 7893, se o mutuário for pessoa física.

Art. 9º A alienação, por pessoa jurídica ou física, de direitos creditórios resultantes de vendas a prazo à pessoa jurídica que exerce atividade de factoring referida na alínea "d" do inciso III do § 1º do art. 15 da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, sujeita-se à incidência do IOF.

[...] § 2º O IOF incide, no período compreendido entre a data da ocorrência do fato gerador e a data do vencimento de cada parcela do direito creditório alienado à empresa de factoring, no caso de mutuário:

I - pessoa física, à alíquota de 0,0082% (oitenta e dois décimos de milésimo por cento) ao dia, acrescida da alíquota adicional de 0,38% (trinta e oito centésimos por cento) nos termos do § 15 do art. 7º do Decreto nº 6.306, de 2007;

II - pessoa jurídica, à alíquota de 0,0041% (quarenta e um décimos de milésimo por cento) ao dia, acrescida da alíquota adicional de 0,38% (trinta e oito centésimos por cento) nos termos do § 15 do art. 7º do Decreto nº 6.306, de 2007 [...] (RECEITA FEDERAL DO BRASIL, 2020).

<sup>100</sup> RORATO FILHO, 2019.

parâmetro, é uma prática enraizada no direito, uma vez que o mundo jurídico tem sua própria concepção de tempo. É inconcebível, portanto, ignorá-la.

Na mesma linha, o § 4º, I retira completamente (no MLS há margem para pactuação contratual) do investidor a possibilidade de atuar de maneira mais concreta na administração da empresa, contrariando toda construção conceitual do dinheiro inteligente, fenômeno determinante para a sobrevivência do ecossistema. Em continuidade, o § 4º, III estipula que o investidor somente poderá ser remunerado pelos seus aportes pelo prazo máximo de 5 anos. Já o § 6º fixa o teto de 50% para a remuneração do investidor com base nos resultados distribuídos pela *startup*<sup>101</sup>. Enfim, os mandamentos são outros, mas a explicação é a mesma. Era de se esperar que tantas restrições resultariam em baixa aceitação do mercado.

Apesar disso, para piorar, a carga tributária imposta é completamente desproporcional. Ao dirigir a competência da regulação tributária ao Ministério da Fazenda no § 10º, houve a criação, de autoria da Receita Federal do Brasil, da IN 1.719/2017, a qual coloca os investimentos-anjo na mesma categoria de investimentos do mercado financeiro, que são regulados pela IN RFB 1.585/2015. Ou seja, para fins fiscais, aportar capital em uma empresa nascente cujo modelo de negócios opera em condições de extrema incerteza é o mesmo que investir, por exemplo, no tesouro direto<sup>102</sup>.

Muito se falava sobre a questão da proteção patrimonial no que diz respeito às SCP. Apontava-se o risco do investidor exercer funções mais ativas como a de mentoria como um fator de desincentivo, pois o reconhecimento da condição de sócio ostensivo poderia ocorrer, descaracterizando-se o papel presumido de sócio participante. Para os fins de um investimento-anjo, isso seria algo abominável, em razão da eventual responsabilização solidária e do potencial reconhecimento de sociedade comum<sup>103</sup>. Todavia, a situação foi resolvida pelo MLS e por suas disposições limitadoras.

Dito isso, não restam outros elementos que desqualificam a SCP frente ao mútuo conversível, com exceção de um detalhe tributário mínimo, mas que acaba fazendo toda a diferença. Por conta dele, a disseminação dessa modalidade foi prejudicada no ecossistema de inovação brasileiro. Sem mais delongas, trata-se da impossibilidade de uma SCP ser

---

<sup>101</sup> RORATO FILHO, 2019.

<sup>102</sup> A IN n. 1.719/2017 estabelece forma de tributação idêntica à das aplicações financeiras<sup>58</sup> (art. 46 da IN RFB n. 1.585/2015) — ou seja, com alíquota regressiva de 22,5% a 15%,<sup>59</sup> conforme prazo de manutenção — e com três fatos geradores de imposto de renda sobre as retiradas de capital promovidas pelo investidor-anjo, sendo tratadas como remuneração e tendo como base de cálculo o ganho de capital: (1) resultados distribuídos (art. 2º da IN n. 1.719/2017), a ser apurado na fonte; (2) alienação na titularidade, apurado pelo próprio investidor; e (3) resgate do valor aportado, também apurado na fonte (RORATO FILHO, 2019, p. 25-26).

<sup>103</sup> PEGHINI; PEREIRA, 2022.

beneficiária do regime do Simples Nacional<sup>104</sup>, o que inviabiliza completamente a operação de uma empresa do tipo das *startups* do estágio inicial.

Por fim, uma outra importação estadunidense, o SAFE<sup>105</sup> tem atraído a atenção do mercado recentemente. Como o próprio nome logo entrega, a promessa é a de simplificar tais relações, em oposição à dificuldade que é costumeiramente atribuída ao mútuo conversível. Interessante notar que o surgimento desse instrumento nos EUA se deu justamente como uma forma de amenizar o caráter híbrido das notas conversíveis, àquele modelo que serviu de base para a confecção do defendido no contexto nacional.

Acontece que as notas, por conta do seu viés creditício, estavam obstando a alavancagem de um setor que depende essencialmente de altos retornos. O acúmulo de juros e o seu pagamento por meio de participação durante o ato conversão criaram um estado de hipervalorização da posição de investidor, uma vez que, em eventual aquisição de frações da sociedade, esse ainda disporia dos benefícios de desconto e teto de precificação. O desconto é uma vantagem geralmente dada aos primeiros investidores de uma sociedade em virtude do seu

---

<sup>104</sup> Segundo a Receita Federal, na Solução de Consulta 10024 de 22/06/2015, para os fins aqui abordados, a sociedade em conta de participação seria equiparada à condição de pessoa jurídica, e, dessa forma, a *startup* que ingressasse em uma sociedade em conta de participação para recebimento de investimentos, perderia o benefício do Simples Nacional, conforme ementa:

Solução de Consulta no 10.024 - SRRF10/Disit. Data 22 de junho de 2015. ASSUNTO: Simples Nacional. EMENTA: OPTANTE PELO SIMPLES NACIONAL. VEDAÇÃO À PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE OUTRA PESSOA JURÍDICA. SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCP). EQUIPARAÇÃO À PESSOA JURÍDICA. Para fins tributários, a Sociedade em Conta de Participação - SCP equipara-se a pessoa jurídica. Sendo assim, as microempresas ou empresas de pequeno porte que sejam sócias de SCP não poderão beneficiar-se do tratamento jurídico diferenciado previsto na Lei Complementar no 123, de 2006, o que implica a exclusão do Simples Nacional. SOLUÇÃO DE CONSULTA VINCULADA À SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT No 139, DE 3 DE JUNHO DE 2015. DISPOSITIVOS LEGAIS: Lei Complementar no 70, de 1991, art. 1o; Lei Complementar no 123, de 2006, art. 3o, §§ 4o, VII, 5o e 6o; Lei no 9.715, de 1998, art. 2o, I; Lei no 10.406, de 2002 (Código Civil), arts. 991 a 993; Decreto-Lei no 2.303, de 1986, art. 7o; Decreto no 3.000, de 1999 (RIR/1999), arts. 148, 149, 254 e 515; Instrução Normativa SRF no 31, de 2001, art. 1o, caput, e § 1o; Ato Declaratório Interpretativo SRF no 14, de 2004 (PEGHINI; PEREIRA, 2022, p. 77).

<sup>105</sup> O SAFE foi desenvolvido por Carolyn Levy, advogada e sócia da Y Combinator, e foi lançado pela primeira vez em 2013. Em muitos aspectos, o SAFE se assemelha à nota conversível clássica. Como a nota, a SAFE irá (1) converter em ações conversíveis preferenciais quando a empresa emitir tais ações em uma rodada de participação precificada, (2) normalmente contém um limite de avaliação que estabelece a avaliação mais alta que pode ser usada para determinar o preço de conversão, e (3) converter em ações com desconto em relação ao preço pago pelo novo investidor. Ao contrário da nota, porém, o SAFE não tem uma data de vencimento e não acumula juros. Em essência, o SAFE é uma nota conversível que teve suas características de débito descartadas.

Esta combinação única de atributos significa que é difícil classificar o SAFE como dívida ou participação. Faltam-lhe duas das principais características de um instrumento de dívida: uma provisão de juros e uma data de vencimento. Também não parece ser patrimônio porque não confere ao investidor os direitos que são tipicamente associados à posse de participação, tais como o direito de receber dividendos ou de votar em assuntos relacionados à governança da corporação. O SAFE é mais bem conceitualizado como um contrato derivativo de ações pelo qual o investidor aporta capital na empresa hoje em troca do direito de receber ações da empresa em uma rodada de financiamento futuro, desde que certas condições contratuais sejam cumpridas. Se este financiamento futuro nunca ocorrer, então a SAFE provavelmente não terá valor. Se este financiamento futuro ocorrer, no entanto, então o SAFE se converterá nos títulos emitidos pela empresa de acordo com este financiamento - ações preferenciais tipicamente conversíveis - com um desconto no preço que o novo investidor está pagando por essas mesmas ações (COYLE; GREEN, 2018, p. 46, em tradução literal).



pioneirismo. Ele representa literalmente uma diminuição do valor de referência utilizado para o cálculo da participação devida em relação ao montante que fora aportado, ou seja, a empresa rebaixa seu valor de mercado para dar mais frações ao investidor. Não obstante, é estipulado um limite para esse valor de referência da empresa, a fim de evitar a diluição excessiva dos vanguardistas<sup>106</sup>. Portanto, segundo essa linha, por exemplo, não importa se a sociedade está valendo 20 milhões, a participação será calculada com base em 5 milhões.

Além disso, o fato de existir um prazo fatal, uma data específica de vencimento das notas, momento a partir do qual o investidor deteria o direito de pedir a restituição do valor aportado, também passou a representar uma insegurança para tal ecossistema. Por mais que houvesse uma prática socialmente consensualizada de não cobrar tais quantias de um empreendimento que não deu certo, a possibilidade estava lá e poderia ocorrer<sup>107</sup>.

Retornando ao nosso paradigma, vejamos que são muitas as similaridades. Entretanto, defendo que as conclusões não são as mesmas. Concordo com a retirada das duas principais características associadas a um instrumento de dívida, isto é, a data de vencimento e o acúmulo de juros. Um capital de risco tem essa nuance. Ignorá-la significa hipervalorizar a posição de investidor em detrimento do empreendedor, o qual está, na grande maioria das vezes, colocando a pele em jogo. Ressalto que a retirada desses elementos não desqualifica a natureza de um elemento que já é atípico. Não precisamos engolir uma nova sopa de letrinhas estrangeira a cada novidade internacional. Temos aqui a nossa disposição um instrumento aberto e flexível, indubitavelmente amparado pelos benefícios do MLS e cuja utilização está consolidada no mercado.

Enfim, minha divergência está na retirada dos elementos associados à participação ativa do investidor nas atividades de administração, controle e/ou gerência da sociedade. Em um contexto como o brasileiro, no qual os desafios econômicos são ainda maiores, impor essa restrição ao usufruto do capital inteligente é algo inconcebível. A sua utilização, seja através do direito de voto, do recebimento de dividendos ou de outras formas aplicáveis, é absolutamente estratégica. Sem via dúvidas, um bom mentor engajado é um fator diferencial para o sucesso.

### **4.3. Um olhar prescritivo para o mercado**

---

<sup>106</sup> COYLE, John F. Coyle; GREEN, Joseph M. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. **103 Minnesota Law Review Headnotes** 42, Minnesota, p. 42-66, 2018.

<sup>107</sup> Ibidem, 2018.

#### **4.3.1. Como as *startups* do estágio inicial podem estruturar políticas mínimas de governança e arranjos contratuais a fim de reduzir as complexidades do mútuo conversível e as exigências do investidor-anjo**

Antes de sugerir artifícios voltados à redução da complexidade do investimento-anjo por via de mútuo, resta-me explicar o porquê de ter limitado a presente defesa às *startups* do estágio inicial. Ora, a razão é simples e está disposta na própria terminologia. Por estarem em fase nascente de operação, a utilização de um instrumento com natureza creditícia se mostra essencial. Sem adentrar na divergência doutrinária a respeito da possibilidade de restituição dos valores aportados, identifico que para as empresas em etapa mais avançada, a compra de participação societária é direta por conta da consolidação do modelo no mercado. É como se estivéssemos adquirindo uma ação de determinada companhia na bolsa de valores.

Em virtude dessa estabilização do empreendimento, não ocorre mais uma sujeição do empreendedor ao investidor, diminuindo-se, portanto, a curva da demanda. Em termos exagerados, basta pensarmos que todo mundo quer ser sócio da Apple. As regras do jogo, a partir do momento em que as condições de incerteza são relativizadas, são outras. E, por óbvio, isso influencia nas características da modalidade contratual escolhida, a qual passa a ser mais equilibrada ou pendente para o lado do empresário.

Enfim, voltemos à condição na qual a sociedade ainda está vivendo sob hesitação. Do ponto de vista da estruturação de políticas de governança, indico as seguintes medidas: (i) confecção de um acordo de sócios; (ii) possível estruturação de um *vesting*<sup>108</sup> com os colaboradores-chave; (iii) saneamento contábil; (iv) criação de um Código de Ética e Conduta da sociedade; e (v) Aprimoramento do arcabouço contratual relacionado aos colaboradores e à prestação de serviços/venda de produtos.

Sigamos ponto por ponto. A importância de a empresa receber o investidor com um acordo de sócios é significativa. É uma demonstração de maturidade dos sócios-fundadores e de cuidado com os aspectos societários do empreendimento. Deste modo, questões como proteção da propriedade intelectual e mecanismos de retirada da sociedade ficam previamente definidas, conferindo, conseqüentemente, previsibilidade e segurança. Em outras palavras, liga-se o sinal verde para a captação de recursos.

---

<sup>108</sup> *Vesting* é um contrato que oferta a um colaborador-chave da sociedade o direito de aquisição de participação societária, estabelecendo-se para tal condições suspensivas e prazos de exercício. Sua utilização costuma ser frequente no empreendedorismo de inovação dos estágios iniciais, por conta da impossibilidade de se adequar às faixas salariais que são usualmente praticadas no mercado.

Do mesmo modo, no que diz respeito à possível implementação de um *vesting*. Trata-se de uma garantia dada ao capital externo de que os colaboradores estratégicos, vitais para o sucesso do empreendimento, permanecerão na sociedade após o aporte e, eventual, conversão. Afinal, muitos temem a entrada em um negócio cujos recursos humanos essenciais são substituídos a cada trimestre, provocando uma descontinuidade na base do serviço que é prestado ou no desenvolvimento do produto que é vendido.

Seguindo a mesma linha, o saneamento contábil tende a ser um tema delicado para as *startups* do estágio inicial. Isso porque tais empresas tendem a operar da forma mais conveniente possível no começo das atividades, chegando até a contrariar o que está descrito nos diplomas legais aplicáveis. Tendo esse panorama em vista, o saneamento contábil da sociedade passa a ser um fator diferencial. Não só pelos riscos relacionados ao fisco, mas para o aumento da possibilidade de sucesso do investimento. Caso contrário, é considerável a chance de os recursos aportados irem por ralo abaixo, em razão de uma política contábil de gastos ineficiente.

Quanto ao Código de Ética e Conduta, trata-se de uma inovação. Geralmente, este não é um tópico citado na construção de políticas de governança voltadas à atração de investimentos. Porém, registro mais uma vez que a categoria de investimentos-anjo está muito além do capital. Portanto, uma sociedade regida por um regramento ético acaba inquestionavelmente atraindo mais a atenção do investidor, o qual enxerga segurança na moralidade. Além de gerar uma possível identificação com os seus propósitos e valores, outros fatores relevantes que costumam ser levados em conta na realização desses investimentos.

Por último, sobre o aprimoramento do arcabouço contratual, arrisco dizer que se trata de uma das primeiras demandas jurídicas a serem diagnosticadas pelas sociedades no geral, uma vez que os gastos com advogados não tendem a ser prioritários. Por conta disso, a utilização de contratos-modelo acaba sendo recorrente, o que, em vista da vigilância protetora do direito trabalhista e da legislação consumerista, resulta na suscetibilidade a passivos. Portanto, tamanha temeridade deve ser eliminada na primeira ocasião propícia.

Agora em relação aos arranjos contratuais que podem ser inseridos no contrato de mútuo com o mesmo objetivo da estruturação de políticas de governança, proponho a inclusão dos seguintes gatilhos: (i) cláusula de recompra; (ii) métricas para a prestação da mentoria; (iii) cláusula de renovação automática do mútuo; (iv) cláusula de correção monetária; (v) possibilidade de pagamento parcelado do aporte em caso de restituição.

O primeiro e o segundo item possuem estreita relação. Notemos que muito se fala sobre o capital inteligente e a sua importância. Contudo, ao analisarmos os contratos em si, costumam

ser poucos dispositivos dedicados a essa parte. Geralmente, apenas uma ou outra cláusula exemplificativa, com a finalidade de especificação da atividade do mutuante. Ocorre que podemos combinar métricas de mentoria com um dispositivo de recompra, ou seja, o desamparo do investidor pode ocasionar a recompra do direito de participação que lhe foi dado após o aporte. Tal recomposição pode ser parcial ou total, a depender da negociação entre as partes. O exercício da recompra, todavia, não precisa ser automático, podendo ser atrelado à expedição de certo número de notificações prévias pelos empresários, em tentativa paliativa de resolução.

Uma cláusula de renovação automática do mútuo é uma iniciativa menor em relação à retirada da data de vencimento. É um modo de dar mais tempo à incerteza, evitando-se o desgaste de outra negociação ao final da data inicialmente estipulada. Deixar isso previamente definido desde o primeiro momento é um grande alívio para o empreendedor, uma vez que a natureza de dívida nunca vai deixar de existir.

Do mesmo modo, é a percepção da cláusula de correção monetária, uma iniciativa menor em relação ao acúmulo de juros. Esta é uma boa cartada para reconfortar o investidor em sede de negociação, tendo em vista que, em caso de devolução do valor aportado, será considerada a inflação no cálculo do valor atualizado, não havendo perspectiva de perda.

Por fim, tal como a renovação automática, a definição prévia da possibilidade de parcelamento da dívida é uma medida que permite ao empresário a elaboração de um planejamento com segurança. Além é claro de proporcionar um impacto fracionado no fluxo de caixa da empresa.

## 5. CONCLUSÃO

Eis que a defesa está prestada. Em resgate do orgulho da brasilidade ao longo do trabalho, restou evidenciado que o mútuo conversível é o instrumento ideal para a realização de investimentos-anjo em *startups* do estágio inicial. Por óbvio, um estado das coisas que não é absoluto, bastando uma simples alteração legislativa ou uma complicada revolução no âmbito global, para que o jogo seja outro.

Todavia, diversos fatores, sob diferentes perspectivas, foram elencados em prol dessa conclusão categórica. Dos benefícios envolvidos no pagamento do IOF, da possibilidade de enquadramento no regime do Simples Nacional, do aproveitamento da natureza creditícia, da liberdade contratual conferida às partes, do recebimento imediato do valor aportado, da abertura para a inclusão de novas cláusulas em razão de sua atipicidade. Enfim, não faltam razões favoráveis à escolha do mútuo.

Soma-se a isso a instituição do Marco Legal de 2021, que não foi capaz de enfrentar todas as questões em aberto, mas que permitiu a consolidação de entendimentos essenciais, os quais estavam pendentes de uma definição, tais como a limitação da aplicação do incidente de descon sideração da personalidade jurídica e o preenchimento de requisitos para o reconhecimento da condição de *startup*.

Assim sendo, é na concepção de um ecossistema plural e solidário, no qual seus agentes, na medida da competitividade, apoiam uns aos outros com o propósito de diminuir as condições de incerteza inerentes a essa atividade comercial, que escolho encerrar o presente trabalho.

Marcado pela atividade-anjo e por sua interferência inteligente, na atitude daqueles que estão além capital, enxergando uma possibilidade de retribuir com algo de alguma forma.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMS, Eliot. **Securities Crowdfunding: More than Family, Friends, and Fools?** 19 Jan. 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2902217>. Acesso em: 05 dez. 2022.

ADNER, R. **Match Your Innovation Strategy to Your Innovation Ecosystem**, Harvard Business Review, Harvard Business School Publishing Corporation, v. 84, ed. 4, p. 1-11, abr, 2006.

ANGELS, France. **Business Angels Survey Cdc Pm**. [S.l], 2003.

ANJOS DO BRASIL. **O crescimento do Investimento Anjo**. 24 jun. 2022. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/blog/category/pesquisa-e-dados>. Acesso em: 09 de dez. 2022.

BENGTSSON, M.; KOCK, S. **“Coopetition” in Business Networks – to Cooperate and Compete Simultaneously**. Industrial Marketing Management, v. 29, p. 411-426, 2000.

BLANK, Steven Gary; DORF, Bob. **The Startup Owner’s Manual: The step-by-step guide dor building a great company**. Pescadero, California: K&S Ranch, 2012.

BROWNING, Kellen. Uber posts record revenue but loses nearly \$2 billion on investments. **The New York Times**, Nova Iorque, 2 ago. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/08/02/business/uber-quarterly-earnings.html>. Acesso em: 24 nov. 2022.

BRASIL. **Decreto Nº 6.306**, de 14 de dezembro de 2007. Regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários - IOF. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm#art68](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm#art68). Acesso em: 04 de jan. 2023.

BRASIL. **Decreto Nº 9.580**, de 22 novembro de 2018. Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9580.htm#art4](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9580.htm#art4). Acesso em: 05 de jan. 2023.

BRASIL. **Lei nº 8.541**, de 23 de dezembro de 1992. **Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências**. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18541.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18541.htm). Acesso em: 05 de jan. 2023.

BRASIL. **Lei Complementar Nº 123**, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm). Acesso em: 10 de jan. 2023.

BRASIL. **Lei Complementar Nº 155**, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar Nº 123. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp155.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm). Acesso em: 10 de jan. de 2023.

BRASIL. **Lei Complementar Nº 182**, de 1º de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm). Acesso em: 19 ago. 2022.

BRASIL. **Lei Nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm). Acesso em: 13 de dez. 2022.

CARVALHO, Elisa Andrade Antunes de; NONNENMACHER, Bruna Isabela; SILVA, Jéssica Maria Gonçalves da. **O Marco Legal das Startups e a figura do investidor anjo**. Revista Direito Izabela Hendrix, Minas Gerais, v. 27, n. 27, p. 85-100, 2021.

CAVALEIRO DE MACÊDO SCAFF, L.; CAMPOS DA SILVA, M.; DA FONSECA PEREIRA, L. **Direito, empreendedorismo & startups: as contribuições do Inova Simples para o Desenvolvimento do Ecosistema Empreendedor Brasileiro**. Direito e Desenvolvimento, v. 13, n. 1, p. 46-62, 28 jul. 2022.

COCATE, Flávia Medeiros; JÚNIOR, Carlos Pernisa. **Crowdfunding: estudo sobre o fenômeno virtual**. Líbero, São Paulo, v. 15, n. 29, p. 135-144, jun. de 2012. Disponível em: <http://201.33.98.90/index.php/libero/article/view/313/287>. Acesso em: 15 dez. 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3.

COELHO, G. T.; GARRIDO, L. G. Dissecando o contrato entre startups e investidores anjo. In: JUDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (Orgs.). **Direito das startups**. São Paulo: Juruá, 2016.

COYLE, John F. Coyle; GREEN, Joseph M. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. **103 Minnesota Law Review Headnotes** 42, Minnesota, p. 42-66, 2018.

CUNHA et al. Investidores anjos como agentes de inovação no ecossistema empreendedor brasileiro. **Revista de Tecnologia Aplicada**, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 63-19, 2020.

DARÉ JÚNIOR, Milton José. **Práticas do investimento anjo no Brasil: proposição de um Manual do investidor**. 2022. Dissertação (Mestrado profissional em empreendedorismo), Departamento de Administração – Universidade São Paulo, São Paulo, 2022.

DELGADO, Mario Luiz. In: **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência/ Anderson Schreiber [et al.] – 2 ed – Rio de Janeiro: Forense, 2020.**

ESTADÃO. Unicórnios brasileiros: saiba quais e o que são essas startups raras. **Estadão**, São Paulo, 20 dez. 2022. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/link/inovacao/unicornio-brasileiro-startups-raras-bilhao/>. Acesso em: 29 de jan. 2023.

FEIGESLSON, Bruno; NYBO, Erik; FONSECA, Victor. **Direito das startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FERREIRA, L.; OLIVA, F. L.; SANTOS, S. A.; GRISI, C. C. H.; LIMA, A. C.. **Análise quantitativa sobre a mortalidade precoce de micro e pequenas empresas da cidade de São Paulo**. Revista Gestão & Produção, São Carlos, v.19, n.4, p.811-823, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0104-530X2012000400011>

FRANCISCO, J.L; PINTO, R.A.Q; BOTTER, R.C; **Ecosistemas de Negócios e Cluster: Uma Revisão Da Literatura**. Anais do V Simpósio de Engenharia de Produção - SIMEP 2017.

FREEAR, J.; SOHL, J. E.; WETZEL Jr., W. E. Raising Venture Capital: Entrepreneurs' Views of the Process. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, [S. l.], p. 223–237, 1990.

FULBER, Fabrício Rafael; HAHN, Roberto Carlos. **O impacto da regulamentação do investidor-anjo nas startups da região metropolitana de Porto Alegre-RS**. Revista Eletrônica de Ciências Contábeis, v. 9, n.1, p. 213-240, 2020.

GOMES, L. A. V; FACIN, A. L. F; SALERNO; M. S; IKENAMI; R. K. **Unpacking the innovation ecosystem construct: Evolution, gaps and trends**. Technological Forecasting and Social Change, 2016.

HILL, Brian E.; POWER, Dee. **Attracting Capital From Angels: How their money-and their experience-can help you build a successful company**. [S.l: s.n.], 2002.



ANSITI, Marco e Levien, Roy. **The keystone advantage: What the new dynamics of business ecosystems mean for strategy, innovation, and sustainability**. Harvard Business School Press: Boston, Massachusetts, 2004.

JÚDICE, Lucas Pimenta (coordenador). Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo simples nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: **Direito das Startups – Volume II** – Curitiba: Juruá, 2017.

KANDIAH, G.; GOSSAIN, S. **Reinventing value: the new business ecosystem**. *Strategy & Leadership*, v. 26, n. 5, 1998.

LIMA, I. E. S.; NOUR, A. D. A.; ALBUQUERQUE, H. M.. **O índice de mortalidade das startups brasileiras e a necessidade de políticas públicas para o ecossistema empreendedor**. *Revista Brasileira de Administração Científica*, v.12, n.1, p.147-157, 2021. DOI: <http://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2021.001.0012>

LINDE, Lucinda; PRASAD, Alok. **Venture Support Systems Project: Angel Investors. VSS Project**, [S. l.], Release 1.1, p. 1–100, 2000.

MARINHO, Guilherme Martins. **Startups: conceito, natureza jurídica e os contratos de investimento**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Ciências Sociais e Humanas, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, 2019.

MASON, C. M. **Informal Sources of Venture Finance**. In S. Parker (Ed.), **The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures**. London: Springer, 2006.

MAYNARD, Therese H; WARREN, Dana M. **Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing**. Wolters Kluwer Law & Business: 2010, p. 431.

MOORE, James F. **Predators and prey: a new ecology of competition**. *Harvard business review*, v. 71, n. 3, 1993.

MORRISSETTE, Stephen G. **A Profile of Angel Investors**. *The Journal of Private Equity*, [S. l.], v. 10, n. 3, p. 52–66, 2007. DOI: 10.3905/jpe.2007.686430.

NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. **Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado**. *Nova Lima, DOM*: v.9, n. 25, p. 26-33, 2015.

PEGHINI, Cesar Calo; PEREIRA, Renata Ramos Carrara. **O investidor anjo e a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento nas startups.** Revista Direito, Inovação e Regulações - Centro Universitário de Cascavel (UNIVEL). Cascavel. Jan. 2022; V. 1 (1): 55-80.

OIOLI, Erik Frederico. **Introdução: Por que um “direito” para startups?** In: OIOLI, Erik Frederico (coord.). 2º Ed. Manual de Direito para Startups. São Paulo: Thomson Reuters, 2020.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy: Towards a More Responsible and Inclusive Globalization.** In: OECD CONFERENCE OF MINISTERS RESPONSIBLE FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SMES), 2, 2004, Istanbul. **Anais...** Istanbul: OECD, 2004. p. 10. Disponível em: <http://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2022.

PELTONIEMI, M., VUORI, E. **Business Ecosystem as The New Approach to Complex Adaptive Business Environments,** Frontier of e-business Research, Tampere, Finland, 2004.

POLITIS, Diamanto. Business angels and value added: What do we know and where do we go? **Venture Capital**, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 127–147, 2008. DOI: 10.1080/13691060801946147.

POWER, T.; ERIJIAN, G. **Ecosistema: vivendo os 12 princípios de negócios em rede.** Financial Management, 2001.

PROWSE, S. Angel investors and the market for angel investments. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, n. 6-8, p. 785-792, Aug. 1998.

RAMALHO, C.; FURTADO, C. V.; LARA, R. **A indústria de private equity e venture capital: 2o censo brasileiro.** 2011. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 05 dez. 2022. p. 41.

RAMOS, L.. **O papel das políticas públicas federais para o desenvolvimento do ecossistema de empreendedorismo inovador no Brasil: breve revisão de iniciativas em curso.** Monografia (Especialização em Gestão Pública) – Escola Nacional de Administração Pública, Brasília, 2020.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa RFB N° 1969**, de 28 de julho de 2020. Dispõe sobre Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Imobiliários (IOF). Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=111336>. Acesso em: 07 de jan. de 2023.

RIES, E. **A Startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Leya, 2012. Edição do Kindle.

ROMANS, Andrew. **The entrepreneurial bible to venture capital: Inside secrets from the leaders in the startup game**. [S.l], 2013.

RORATO FILHO, José Cláudio. **Uma análise crítica do contrato de participação criado pela lei complementar n. 155/2016 em comparação às outras formas de estruturação do investimento-anjo**. Dissertação (Mestrado profissional) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2018.

SANTOS, Fábio Gomes, et al. **Desafios jurídicos para o fomento financeiro da inovação pelas empresas. Inovação no Brasil: avanços e desafios jurídicos e institucionais**. São Paulo: Blucher. 2017. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Fabio-Gomes-DosSantos/publication/320479848\\_Desafios\\_juridicos\\_para\\_o\\_fomento\\_financeiro\\_da\\_inovacao\\_pelas\\_empresas/links/5d8a6a0b458515202b6586b8/Desafios-juridicos-para-o-fomento-financeiro-da-inovacao-pelas-empresas.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Fabio-Gomes-DosSantos/publication/320479848_Desafios_juridicos_para_o_fomento_financeiro_da_inovacao_pelas_empresas/links/5d8a6a0b458515202b6586b8/Desafios-juridicos-para-o-fomento-financeiro-da-inovacao-pelas-empresas.pdf). Acesso em: 13. dez. 2022.

SARFATI, Gilberto. **Quem (e como) investe em Startups brasileiras**. GV Executivo, São Paulo, v. 17, n. 3, p. 12-16, 2018.

SHANE, S. A. **The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures: an Office of Advocacy working paper**. Washington, D.C.: SBA Office of Advocacy, 2008. p. 6- 7.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Os riscos do investidor-anjo nos contratos conversíveis de investimento em startups**. 2019. Dissertação (Mestrado em profissional) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2018.

SPINA, C. A. **Investidor anjo: como conseguir investidores para seu negócio**. São Paulo: Nversos, 2011. (*E-book*). Posição 2001.

SULLIVAN, David O'; DOOLEY, Lawrence. **Applying innovation Thousand Oaks**. California: Sage, 2009.

SULLIVAN, Mary Kay. **Entrepreneurs as informal investors: Are there distinguishing characteristics**. Babson Park, MA: Babson college, 1991. v. 15.

SULLIVAN, Mary Kay; MILLER, Alex. **Applying theory of finance to informal risk capital research: Promise and problems**. Babson Park, MA: Babson college, v. 14, 1990.

VESTING, Thomas. *Teoria do Direito*. São Paulo: Saraiva, 2015 (Sistemas II, §1 e §2).

WALD, Arnaldo. **Direito civil: contratos em espécie**. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. vol. 3.

WILLIAMS, Spencer. **Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms**. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, v. 23, n. 1, 2017. Disponível em: [https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design\\_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf](https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf). Acesso em: 23 dez. 2022.

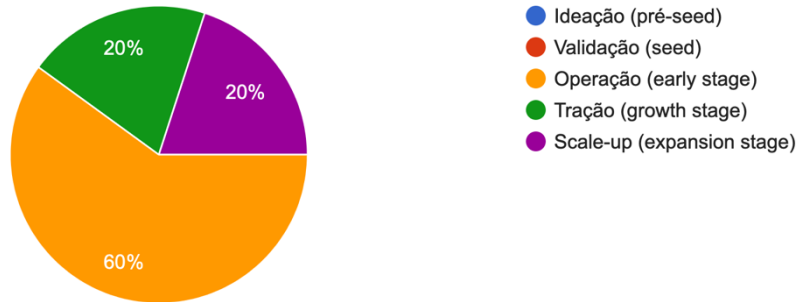
ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2022.

## APÊNDICE A

**Gráfico 2. Estágio de desenvolvimento.**

1) Qual o estágio de desenvolvimento de vocês?

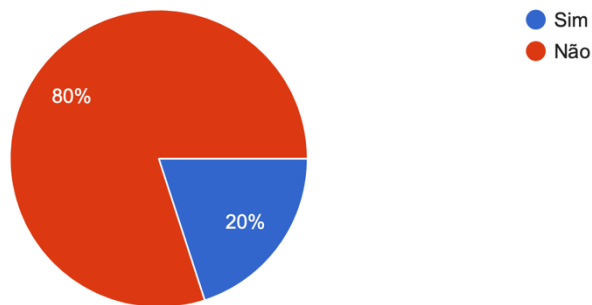
5 respostas



**Gráfico 3. Recebimento de investimento-anjo.**

2) Vocês receberam algum investimento anjo recentemente?

5 respostas



**Figura 2. Data de assinatura do contrato.**

Se sim, qual foi a data de assinatura do Contrato?

5 respostas

01/10/2020

não houve

2015

Não se aplica

N/A

**Figura 3. Instrumento utilizado no aporte.**

Se sim, qual foi o instrumento contratual utilizado para a regulação do aporte? Houve alguma recomendação de um advogado nesse sentido?

5 respostas

Mútuo conversível

não houve

Mútuo conversível. Sim.

Não se aplica

N/A

**Figura 4. Fundamentos da escolha de um investidor-anjo.**

Se sim, quais fatores foram levados em consideração na busca por capital externo? Por que foi escolhido um investidor privado (anjo) e não alguma forma convencional de empréstimo via instituição financeira?

5 respostas

Orientação da aceleradora

não houve

Buscávamos investidores que apoiariam com mentorias e direcionamento da empresa.

Não se aplica

N/A

**Figura 5. Exigências do investidor-anjo.**

Se sim, quais foram as exigências do Investidor-anjo em relação à organização societária da empresa? Houve alguma exigência relacionada à existência de políticas próprias de governança?

5 respostas

Não houve exigência explícita

não houve

Sim, alguns poderes de veto na época.

Não se aplica

N/A

**Figura 6. Preferência por algum instrumento contratual.**

3) Caso vocês não tenham recebido um investimento anjo recentemente, mas pretendem receber algum aporte desse tipo no futuro, há preferência por algum instrumento contratual para a regulação do aporte? Qual a origem dessa preferência?

5 respostas

Não
Vesting. Orientação do escritório de advocacia parceiro.
SAFE parece ser um instrumento mais amigável ao empreendedor hoje, resguardando o investidor.
Mútuo conversível. Pela simplicidade e por ser uma ferramenta já conhecida/consolidada no mercado.
Atualmente não pretendemos ir atrás de investimento anjo. Para o caso da nossa empresa, que começou como uma Software House (empresa de software personalizado por demanda), a arrecadação feita com projetos passados e atuais é suficiente para manter o time de desenvolvedores da vertente de Startup. Dessa forma, não há preferência.

**Figura 7. Elaboração de práticas de governança.**

4) Caso vocês não tenham recebido um investimento anjo recentemente, mas pretendem receber algum aporte desse tipo no futuro, o que está sendo feito para conferir robustez à empresa sob o ponto de vista societário e de governança?

5 respostas

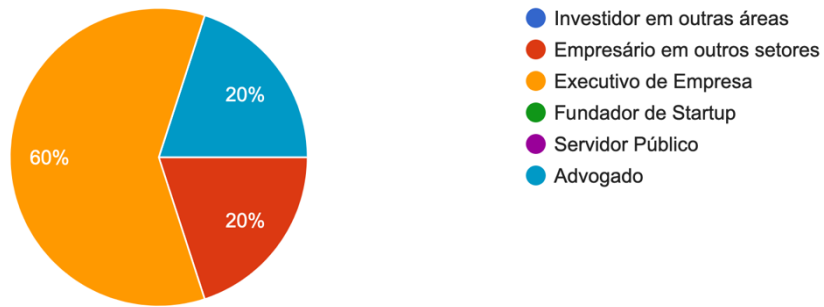
Não se aplica
Contratos de vesting, ampliação da governança seguindo as boas práticas de mercado.
Estruturação e organização de um cap-table bem elaborado.
Desde nossa constituição tivemos suporte jurídico para organização societária como, por exemplo, previsão de aplicação na Lei das S/As para existência de ações em tesouraria. Por exigência do setor que operamos, também já avançamos com código de ética e elaboração/gestão de processos internos.
Não existem planos para receber esse aporte num futuro próximo. Entretanto, a empresa busca solidificar alguns artefatos jurídicos, a fim de trazer mais estabilidade interna e estar preparado para situações do tipo.



## APÊNDICE B

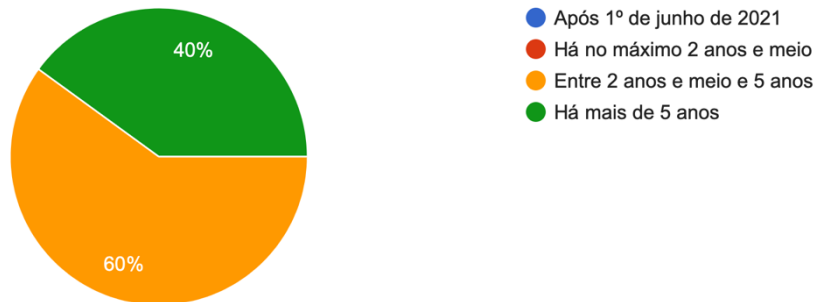
**Gráfico 4. Identificação da atividade profissional.**

1) Qual atividade profissional você desempenhava antes de (também) atuar como Investidor-anjo?  
5 respostas



**Gráfico 5. Faixa temporal de exercício da atividade-anjo.**

2) Há quanto tempo você é Investidor-anjo? Selecione a faixa temporal correspondente.  
5 respostas



**Figura 8. Enunciado da classificação em nível de importância.**

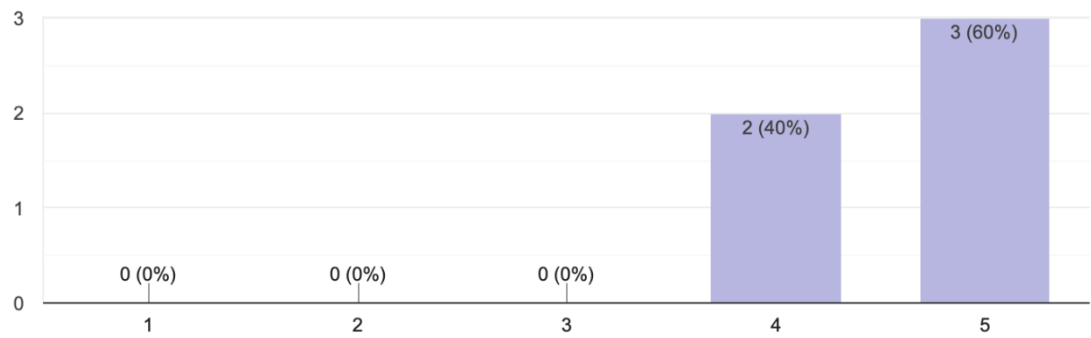
⋮

3) Classifique o nível de importância dos seguintes fatores em relação ao retorno do seu investimento anjo. A escala 1 representa pouca importância e a escala 5 muita importância. \*

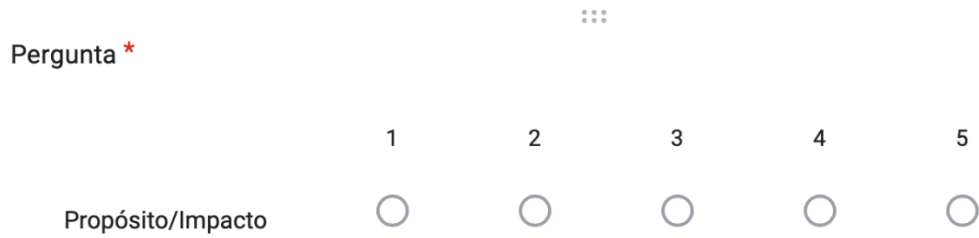
**Figura 9. Classificação em nível de importância do retorno financeiro.**



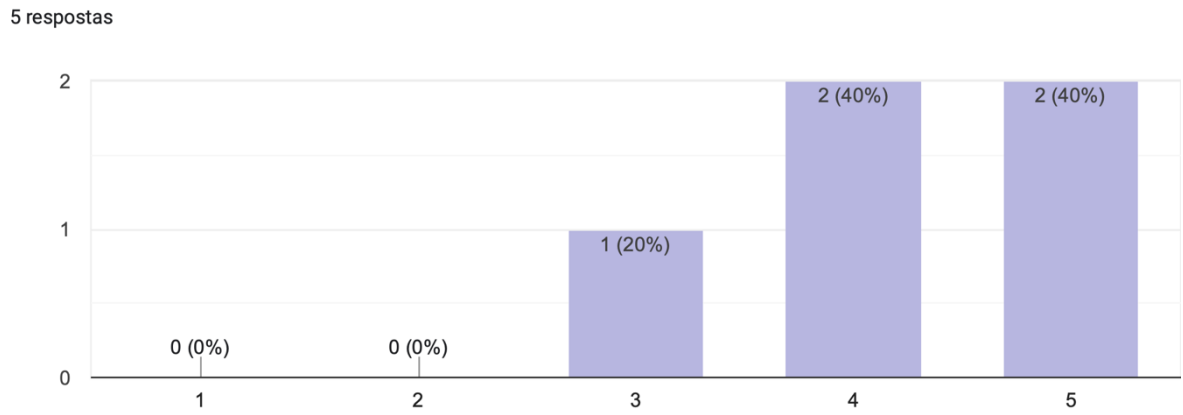
**Gráfico 6. Gráfico da classificação em nível de importância do retorno financeiro.**



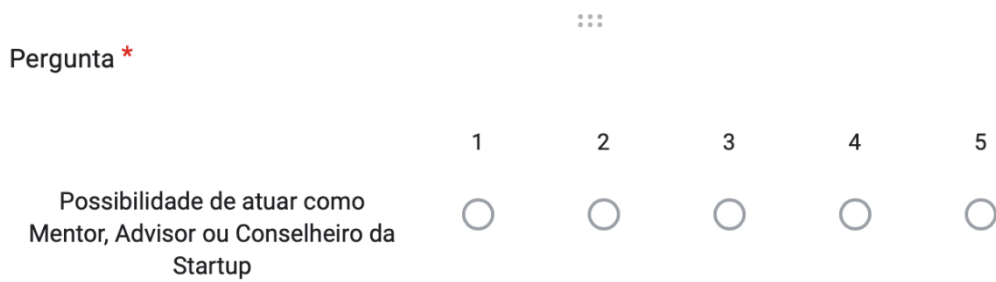
**Figura 10. Classificação em nível de importância do propósito/impacto.**



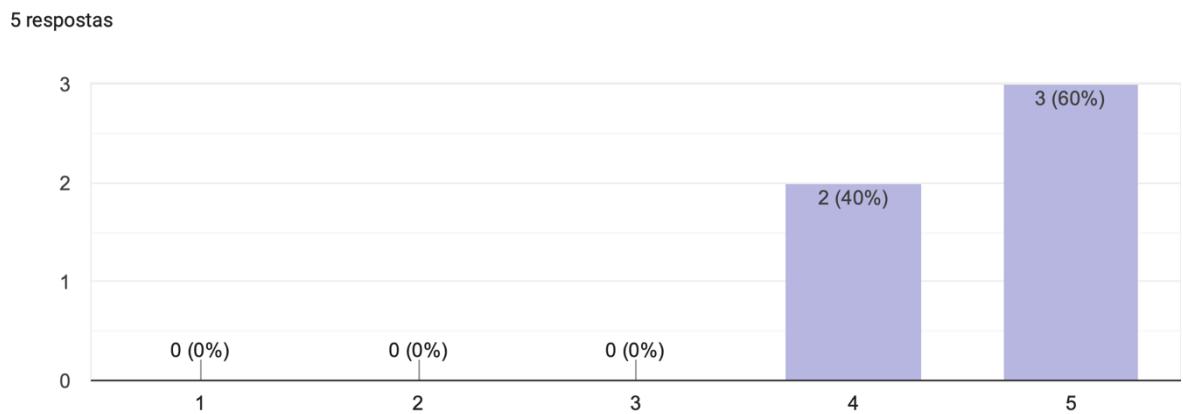
**Gráfico 7. Gráfico da classificação em nível de importância do propósito/impacto.**



**Figura 11. Classificação em nível de importância de outros fatores envolvidos.**



**Gráfico 8. Gráfico da classificação em nível de importância de outros fatores envolvidos.**



**Figura 12. Classificação em nível de importância do posicionamento pessoal.**

Pergunta \*

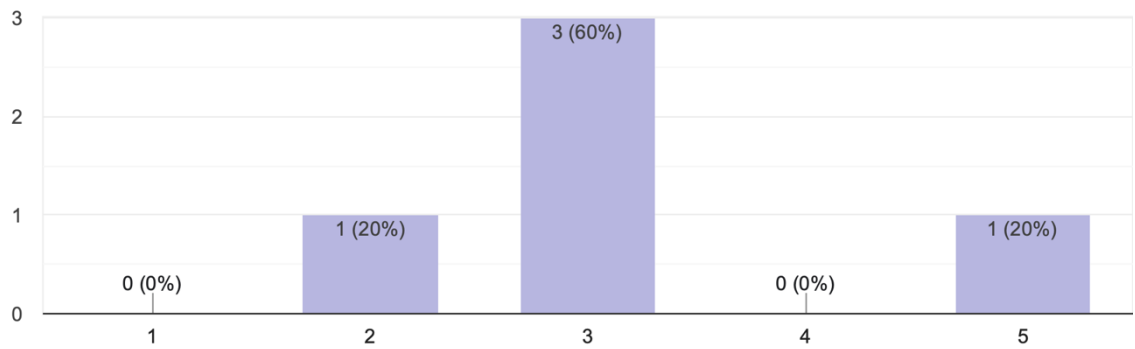
⋮

1      2      3      4      5

Posicionamento pessoal no mercado de Inovação                             

**Gráfico 9. Gráfico da classificação em nível de importância do posicionamento pessoal.**

5 respostas



**Figura 13. Outros fatores de importância relacionados aos investimentos-anjo.**

4) Há algum fator relacionado ao retorno do investimento anjo que é muito importante e não foi listado acima?

5 respostas

Aprendizado e experiência trazido ao conhecer e interagir com diferentes empreendedores, modelos de negócios diversos, idéias inovadoras, novas tecnologias e novas metodologias de gestão

nao

Valorização do ecossistema correspondente

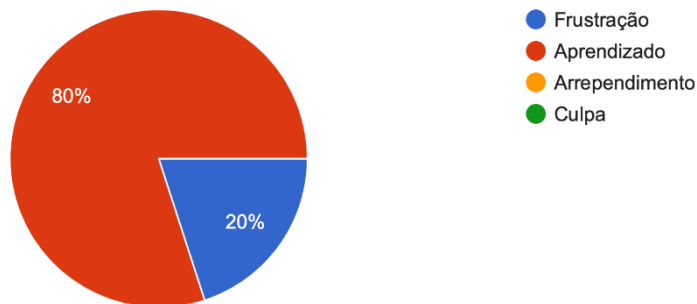
Nacionalização de negócios desenvolvidos por startups fora do Brasil e que não existem por aqui.

Não

**Gráfico 10. Estado pessoal diante de resultados indesejados.**

5) Caso um investimento anjo seu dê errado, ou seja, não resulte em nenhum retorno ou resulte apenas em retornos de pouca importância, qual es...descreve a sua percepção pessoal diante disso?

5 respostas



**Figura 14. Comparação entre realizar o lucro e conversão em participação societária.**

6) Entre realizar o lucro do investimento anjo ou convertê-lo em participação societária, se não houver diferença exclusivamente sob o ponto de vista financeiro, qual seria a sua escolha? Se possível, forneça detalhes sobre a sua decisão.

5 respostas

Depende da situação e do momento da empresa, mas resumidamente vou avaliar conforme duas situações: a) se for um investimento que está crescendo, em um mercado em expansão, com empreendedores focados em construir um negócio maior no longo prazo, a resposta é CONVERTER PARTICIPAÇÃO. b) se é uma empresa que está crescendo pouco ou estagnada, sem capacidade de inovação, com sócios "tocando a bola de lado", a resposta é REALIZAR O LUCRO.

converter em participação acionaria

Lucro, mitiga o risco inicial

Como regra a realização do lucro; porém, se a startup tiver muito fit comigo, que abrange um senso de realização pessoal, faria a conversão. Minha escolha da realização é estar sempre apto a focar em outras oportunidades.

Provavelmente manter a participação, já que considero um investimento de risco. O nível de risco só faz sentido se o retorno também for alto. Vejo que a manutenção da participação societária traz uma possibilidade maior de retorno do que a realização do lucro de investidor anjo.

**Figura 15. Exigências societárias e de governança.**

7) Em relação aos cuidados para a realização de um investimento anjo em Startups em estágio inicial, o que você costuma exigir do ponto de vista societário e de governança como condição para o aporte?

5 respostas

Diversos aspectos relacionados principalmente a Governança, Transparência e evitar conflitos de interesses. Alguns exemplos de exigências: 1) Abertura total e acesso a informações operacionais e financeiras da empresa, 2) Ter orçamentos e metas, e acompanhar resultados e indicadores continuamente, 3) Participar do conselho/board da empresa com vetos em vários temas que são sensíveis à continuidade do negócio, 4) Diretos societários como direito de preferência, tag along, drag along entre outros, 5) Vinculação a um programa de ética e compliance, entre outros.

contrato de mutuo bem feito

Integridade moral e creditícia dos fundadores

Diversidade de papéis do time; competência e visão do fundador; acordo de sócios.

Sócios com participação com disponibilidade total e participação no negócio, destinação plausível para o dinheiro captado, estrutura societária que permita receber o aporte almejado

**Gráfico 11. Relação entre estágio de maturidade e complexidade da auditoria exigida.**

8) Qual a relação entre o estágio de maturidade da Startup e a complexidade da auditoria exigida?  
5 respostas



**Gráfico 12. Qual o instrumento contratual usualmente utilizado.**

9) Qual instrumento contratual você costuma utilizar para a realização do seu investimento anjo?  
5 respostas

