

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
DIREITO EMPRESARIAL

Gustavo Antonio dos Santos

**Formas de investimento nas Startups, Investidores Anjos e sua
participação na sociedade empresária**

São Paulo

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Gustavo Antonio dos Santos

RA00208552

**Formas de investimento nas Startups, Investidores Anjos e sua
participação na sociedade empresária**

Projeto de pesquisa apresentado como requisito para aprovação na disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso I na Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2º semestre de 2022.

São Paulo

2022

“A menos que modifiquemos a nossa maneira de pensar, não seremos capazes de resolver os problemas causados pela forma como nos acostumamos a ver o mundo”

Albert Einstein

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer aqueles que me deram todo suporte possível e que sempre estiveram ao meu lado para que eu pudesse desenvolver minha trajetória pessoal e conseguir chegar até aqui. A meus pais e a minha irmã, meu muito obrigado por não medirem esforços em prol da minha formação acadêmica e social, me apoiando, incentivando, dando forças e toda a segurança e conselhos que estavam aos seus alcances.

Em outra toada da minha zona de suporte, encontram-se os calorosos afetos de todos meus amigos; daqueles que se fazem presentes há longos anos, e outros que conheci durante os bons 5 anos de faculdade, que sempre estiveram comigo, me apoiando e ajudando em toda minha trajetória, sendo sempre meu lugar de acolhimento no ambiente universitário e profissional.

É claro que também não posso deixar de citar meus parentes, como tios e tias, que presenciaram comigo essa minha caminhada ao longo desses 5 anos e viram pelo que passei e abdiquei para chegar aonde estou hoje.

Em meu desenvolver acadêmico, não poderia deixar de agradecer a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, por propiciar-me uma formação técnica excepcional, com um corpo docente altamente qualificado, mas ainda mais importante que isto, por deixar-me fazer parte de um pouco da história de uma instituição que nunca fugiu da luta e que em todo momento batalhou por um país mais justo e igualitário. Fico orgulhoso de poder carregar comigo o nome desta instituição tão aclamada e reconhecida mundialmente.

Logo, agradeço a todos que contribuíram para que eu pudesse alcançar mais essa conquista.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar, principalmente, os investidores anjos e as *startups* (conceito, origem, ecossistema, legislação pertinente e aspectos tributários), bem como a relação existente entre esses investidores com as *startups* e demais sociedades empresárias, bem como a importância da presença dos investidores anjos nas *startups*, trazendo as formas de contrato existentes a serem celebrados, os riscos do negócio para os investidores e como cada contrato funciona na prática. Outro ponto a ser abordado diz respeito à inovação legislativa acerca das *startups* (Lei Complementar nº 182/2021) e dos investidores anjos (Lei Complementar nº 155/2016), vez que se viu a necessidade de regulamentar esse ambiente que vem crescendo cada dia mais no Brasil, sendo devidamente pontuado suas aplicações, além de observações pertinentes acerca dos artigos presentes nas leis.

Palavras-chave: *Startups*; Investidor Anjo; Legislação; Ecossistema, Contratos de Investimento; Inovação.

ABSTRACT

The present work aims to present, mainly, angel investors and startups (concept, origin, ecosystem, relevant legislation and tax aspects), as well as the relationship between these investors and startups and other business companies, as well as the importance of the presence of angel investors in startups, bringing the existing forms of contract to be signed, the business risks for investors and how each contract works in practice. Another point to be reinforced concerns the legislative regulation on startups (Complementary Law nº 182/2021) and angel investors (Complementary Law nº 155/2016), since there was a need to regulate this environment that is growing every day more in Brazil, its applications being duly punctuated, in addition to pertinent observations about the articles present in the laws.

Keywords: Startups; Angel Investor; Legislation; Ecosystem, Investment Contracts; Innovation.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABStartups - Associação Brasileira de Startups

B2G - Business to Government

CC – Código Civil

CF – Constituição da República Federativa do Brasil de 1988

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

COVID-19 – Coronavírus

EUA - Estados Unidos da América ou Estados Unidos

FIPs - Fundos de Investimento em Participações

FMIEE - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

LC 123/2006 – Lei Complementar nº 123/2006

LC 155/2016 – Lei Complementar nº 155/2016

LC 182/2021 – Lei Complementar nº 182/2021

PE – Private Equity

VC – Venture Capital

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1.1. Sociedades Empresárias	9
1.2. Aporte financeiro nas sociedades	12
2. STARTUPS	19
2.1. Conceito de Startup	19
2.2. Legislação a respeito das Startups	21
2.3. Ecossistema de Startups	24
2.4. Finalidade das Startups	28
2.5. Teoria Geral na forma de investimento	29
2.5.1. Formas de aporte e participação societária	29
2.5.2. Rodada de investimento	30
3. INVESTIDOR ANJO	33
3.1. Conceito de Investidor Anjo e sua origem	33
3.2. Contratos de Investimento	37
3.3. Legislação a respeito do Investidor Anjo	41
4. RELAÇÃO DOS INVESTIDORES ANJOS COM AS STARTUPS	48
5. CONCLUSÃO	50
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

1. INTRODUÇÃO

1.1. Sociedades empresárias

Antes de tudo, de forma a proporcionar um melhor entendimento deste trabalho, cumpre apresentar a origem de uma sociedade empresária.

Para que exista uma sociedade empresária, é necessário que haja a união de duas pessoas ou mesmo a vontade e iniciativa de uma única pessoa, na qual haverá o interesse para exercer uma atividade empresarial, que será exercida pela figura do empresário.

A sociedade empresária pode ser entendida como uma pessoa jurídica, resguardada por lei, que explora uma atividade econômica previamente definida em seu objeto social. A sociedade empresária nada mais é do que um agente econômico de mercado.

A esse respeito o ilustre professor Fábio Ulhoa (2019) ensina que:

Sociedade empresária é a pessoa jurídica que explora uma empresa. Atente-se que o adjetivo “empresário” conota ser a própria sociedade (e não os seus sócios) a titular da atividade econômica. Não se trata, com efeito, de sociedade empresarial, correspondente à sociedade de empresários, mas da identificação da pessoa jurídica como o agente econômico organizador da empresa. Essa sutileza terminológica, na verdade, justifica-se para o direito societário, em razão do princípio da autonomia da pessoa jurídica, o seu mais importante fundamento. Empresário, para todos os efeitos de direito, é a sociedade, e não os seus sócios. É incorreto considerar os integrantes da sociedade empresária como os titulares da empresa, porque essa qualidade é da pessoa jurídica, e não dos seus membros.¹

Os tipos de sociedade empresarial podem ser sociedades limitadas, sociedades anônimas, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade em comandita por ações dentre outras.

¹ COELHO. Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial, volume 2: direito empresarial: sociedades. 23 edição. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 19.

Ocorre que, visando uma abordagem mais específica e aprofundada, iremos nos limitar ao estudo das Sociedades Anônimas e Sociedades Limitadas dentro da estrutura das *startups*.

Quando falamos sobre sociedades empresárias, é impossível não lembrar da figura do empresário, que está diretamente ligado a sociedade, o qual por sua vez tem seu conceito definido pelo próprio Código Civil, no artigo 966, o qual aduz que *“Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”*.

Por sua vez, o parágrafo único do artigo supramencionado, deixa claro quem não é considerado empresário: *“não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”*.

Logo, percebe-se que o Código Civil foi expresso ao delimitar a figura do empresário.

Retomando a sociedade empresária, pode-se associar a ela as características de gerar lucro, efetuar atividade econômica, seja por meio de distribuição de bens ou serviços, além de ser realizada por um corpo de colaboradores.

Além disso, quanto aos elementos de formação da sociedade empresária pode-se dizer que comuns e específicos. Os comuns são aqueles presentes a qualquer negócio jurídico celebrado, tais como agente capaz, objeto lícito e possível e forma prescrita ou não defesa em lei, conforme aduz o art. 104 do Código Civil. Por outro lado, os específicos são aqueles que encontram ressonância no art. 981 do Código Civil, sendo eles a pluralidade de sócios, o *affectio societatis*, a contribuição dos sócios e a participação nos lucros e nas perdas.

A pluralidade de sócios constitui-se na presença de dois ou mais sócios para fins de constituição societária. Ocorre que antes da Lei de Liberdade Econômica, em uma sociedade composta por dois sócios, caso um deles saísse, de forma que restasse somente um sócio na sociedade, de acordo com o art. 1.033, inciso IV do Código Civil, era necessário que houvesse o restabelecimento do quadro societário no prazo de 180 (cento e oitenta) dias após a saída do sócio. Entretanto, com o

advento da Lei de Liberdade Econômica, de forma que alterou e incluiu no Código Civil o §1º do art. 1.052, passou-se a permitir a constituição de sociedade limitada unipessoal, de forma que o restabelecimento do quadro societário não é mais necessário, ficando a cargo do sócio que permanecer na sociedade decidir se deseja um novo sócio ou se irá administrar da sociedade sozinho.

O *Affectio societatis*, por sua vez, pode ser definido como a união de vontades de associação entre duas ou mais pessoas em favor de uma determinada sociedade empresária. Vale ressaltar ainda a impossibilidade de exclusão de qualquer dos sócios, tendo em vista que sua ausência, muito provavelmente acarretará a dissolução parcial ou até mesmo total da mencionada sociedade.

Quanto a contribuição dos sócios, entende-se como a constituição do capital social, devendo ser considerada a subscrição e a integralização, entendidos, respectivamente, como a promessa de inserção de valores e a efetiva inserção dos valores, por parte dos sócios, caso contrário, estarão sujeitos a quedar-se como remissos.

Dito isto, entende-se por sócio remisso aquele que não realiza o aporte do capital no prazo previamente estabelecido, havendo a possibilidade de ser excluído da sociedade, optando, os demais sócios, pela redução do capital social, conforme previsto no artigo 1.004, caput e §1º do Código Civil. Além disso, poderá o sócio remisso ser responsabilizado pelo dano emergente da mora causado.

Outrossim, outra possibilidade é haver a tomada das quotas do sócio remisso pelos demais sócios ou cessão para terceiros estranhos ao quadro social da sociedade, nos termos do artigo 1.058 do Código Civil.

No quesito de participação nos lucros e nas perdas, cada associado participa de forma proporcional a sua porcentagem no capital social, constituindo, assim, uma obrigação, além de encerrar direito fundamental do mencionado sócio.

Ainda, quanto a referida contribuição proporcional de cada sócio, e, em análise ao artigo 1.008 do Código Civil, é considerado nulo o contrato que estipula a exclusão de qualquer sócio dos lucros e das perdas.

Conforme apresentado anteriormente, sendo este trabalho voltado às *startups* constituídas sobre sociedades limitadas ou sociedades anônimas, passamos a entender estas sociedades.

A sociedade limitada é um dos tipos societários mais utilizados no Brasil, tendo em vista que dá a possibilidade de os sócios imporem maiores limites às cláusulas contratuais. Isto ocorre em virtude de suas características fixadas, como a limitação da responsabilidade e sua contratualidade.

Nesse ínterim, retificando o anteriormente abordado, a mencionado tipo de sociedade é realizada por meio de contrato social com responsabilidade limitada, isto é, há maior proteção ao patrimônio pessoal de cada sócio. Em contrapartida, conforme exposto pelo artigo 1.072 do Código Civil, todos os sócios respondem pela integralização do capital social.

Verifica-se, portanto, a caracterização de uma sociedade de pessoas e não de capital, de modo que se dá maior importância aos atributos pessoais específicos de cada sócio, ao invés de ressaltar-se o valor por eles investido.

Por outro lado, em desconformidade com a sociedade simples e limitada, a sociedade anônima é constituída por meio de um estatuto social, haja vista a divisão por ações do capital.

Além disso, na referida sociedade a responsabilidade dos sócios ou acionistas limita-se ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Ao contrário da sociedade limitada, há o acúmulo de valores independentemente de quem sejam os sócios ou acionistas. Isto ocorre, pois as ações podem ser livremente cedidas.

1.2. Aporte financeiro nas sociedades

É fato incontroverso que todas as sociedades necessitam de recursos financeiros para iniciar e dar continuidade a suas atividades, seja para pagar funcionários, comprar maquinários e bens (equipamentos) necessários para as atividades empresariais, pagar contas e entre outros custos.

Dessa forma, a sociedade, por meio de seus sócios, busca investidores que desejam injetar dinheiro na sociedade e em contrapartida, a depender da forma como foi acordado com os sócios, esses investidores passam a ter direito a uma porcentagem da sociedade, ou podem, depois de alguns anos, reaver o dinheiro que injetaram com uma margem de lucro. Tudo irá depender de como foi feita a negociação entre as partes e qual a intenção da sociedade ao receber o aporte financeiro.

O termo aporte, no âmbito do mercado de investimentos, deve ser caracterizado como uma quantia aplicada com objetivo de concluir uma determinada finalidade. Nesse ínterim, o aporte financeiro é um subsídio ou contribuição/injeção de dinheiro recebida por uma empresa.

Esse aporte, quanto ao tempo, pode ser caracterizado de três maneiras: inicial, mensal ou periódico. Além disso, o aporte pode vir de investimentos públicos e privados, bolsa de valores, fundos de investimentos, fusões e capital de risco.

Diante disso, entende-se que quando determinada empresa precisa de qualquer reforço financeiro, há a possibilidade de recorrer-se a investidores que apliquem dinheiro no empreendimento, quando possuírem interesse e verificarem a possibilidade de reaver o valor investido.

O aporte financeiro dependerá da estrutura da empresa, podendo recorrer basicamente a três tipos de investimentos, sendo eles: os investidores anjos, o *Venture Capital* e o *Private Equity*.

Em suma, os investidores anjos são empresários ou empresas de grande sucesso que usam parte do patrimônio, para investir e financiar outros negócios que entendam que sejam promissores e que trarão lucro futuramente para o seu negócio.

Além disso, pode-se dizer que os investidores anjo trazem consigo para as empresas as quais investem, não somente um suporte financeiro, mas também agregam de forma intelectual ao negócio, pois trazem e compartilham seus conhecimentos e experiências que adquiriram ao longo dos anos e de seus outros negócios já vivenciados, visando fomentar o crescimento da empresa e, conseqüentemente, obter um maior retorno financeiro.

Quando relacionados às *startups*, os investidores anjos podem ser considerados como os elementos basilares para o desenvolvimento e progresso desse tipo de empresa. Isso porque os investidores anjos, na maioria das vezes, dentro dessas empresas, são os responsáveis por realizarem o papel de instituição financeira e fundos de investimento, ou seja, representam quase a totalidade dos recursos financeiros que a empresa possui.

A relação entre os investidores anjos e as *startups* são reguladas por meio de instrumento contratual de participação, o qual poderá estipular a forma como será feita a remuneração periódica aos investidores anjo ou prever a possibilidade de conversão do aporte de capital em participação societária, bem como aduz o §6º, do artigo 61-A, da Lei Complementar 123/2006. Ademais, o referido artigo foi instituído pela nova Lei Complementar nº 155/2016 visando resguardar o próprio investidor anjo, algo que não era previsto anteriormente. Essa segurança para o investidor acaba por aquecer o mercado, uma vez que o empresário possuidor do capital se sente resguardado e mais confiante para realizar o investimento. Logo, é fato incontroverso que o artigo 61-A da Lei Complementar 123/2006 é de suma importância no cenário de investimentos realizados nas *startups*.

Ainda, a respeito do contrato celebrado entre investidor e *startup*, ele poderá estipular o prazo referente ao resgate do valor investido, devendo, por quesito legal, este prazo não ser inferior a, no mínimo, 2 (dois) anos do aporte de capital (§7º do artigo 61-A da Lei Complementar nº 123/2006), podendo ser estabelecido em prazo superior de acordo com a vontade das partes.

Quanto a remuneração pelos aportes, os investidores anjos, nas *startups* enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte, deverão ser remunerados de acordo com os termos estabelecidos no contrato de participação celebrado entre as partes, pelo prazo máximo de 7 (sete) anos. Este quesito está regulado por lei, vide artigo 61-A, §4º, inciso III da LC 123/2006².

² Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

(...)

§4º O investidor-anjo:

(...) III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de 7 (sete) anos;

Ainda, o próprio §4º do artigo 61-A supramencionado, por sua vez, agora previsto em seus incisos II, IV e V, garante ao investidor anjo a segurança de não responder por qualquer dívida da empresa no qual realizou o aporte, bem como poderá a qualquer momento examinar os livros, documentos e a saúde financeira da empresa, exceto se houver dispositivo contratual que determine um período determinado para a referida solicitação. Além disso, o investidor anjo também poderá exigir do(s) administrador(es) da empresa, a apresentação de contas devidamente justificadas.

A *Venture Capital* (VC), por sua vez, é um tipo de investimento mais focado nas pequenas e médias empresas, e aplicado, geralmente, em *startups* e em empresas novas, ainda não consolidadas no mercado, porém que apresentam grande potencial de crescimento. Por meio de um valor de investimento estipulado, este tipo de investimento tem como finalidade propiciar a expansão e crescimento da empresa. Insta salientar que essas empresas já apresentam valor considerável de faturamento, entretanto, há a possibilidade de aumentar ainda mais o referido valor/faturamento.

Esta forma de investimento, apesar de apresentar um possível grande retorno financeiro para o investidor, assim como acontece com o investidor anjo, o risco do negócio também é grande.

Os fundos de *Venture Capital*, no Brasil, são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), podendo o investimento em *Venture Capital* ocorrer por meio dos chamados Fundos de Investimento em Participações (FIPs) ou por meio dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

Os FIPs funcionam como condomínios fechados, o que significa que o investidor não pode reaver seu investimento/cotas a qualquer momento. Para tanto, de forma que consiga o retorno financeiro, o investidor necessita vender sua participação para outra pessoa/investidor, por meio da B3 (Bolsa de Valores do Brasil), ou por meio da venda de suas cotas para o próprio fundo. Salienta-se que o investimento em FIPs somente é possível para os investidores que apresentam mais de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) alocados em investimentos, sendo esses investidores denominados Investidores Qualificados.

Por fim, o *Private Equity* (PE), é destinado a grandes empresas, que apresentam grande retorno financeiro, de modo que seu objetivo é maximizar o processo de fusão entre as empresas e lucrar com a futura venda.

O *Private Equity* surgiu nos Estados Unidos, por volta dos anos 80 (oitenta). Pode-se dizer que o *Private Equity* é forma de investimento, no qual uma gestora de investimentos realiza a compra das ações/participação societária de determinada empresa, adquirindo a qualidade de sócia da empresa, cuja finalidade é majorar o valor da companhia para uma futura venda.

De acordo com os autores Cyril Demaria e Rafael Sasso, autores do livro “Introdução ao Private Equity”, o *Private Equity* deve ser visto e analisado como um ecossistema, levando em conta todo o ciclo de desenvolvimento da empresa e apresentando soluções para os momentos difíceis.

Private equity tem que ser visto como um ecossistema. Ele é construído sobre a interação de GPs e LPs, sendo este último responsável pela implementação do capital em empresas (...). Private equity abrange todo o ciclo de desenvolvimento das empresas, e está fornecendo soluções ao longo de toda a sua atividade (incluindo momentos difíceis e mesmo após o seu desaparecimento ...). No núcleo do private equity, existem relações humanas e de confiança. O processo de investimento é baseado na construção dessa confiança e dessas relações humanas, principalmente lidando com as assimetrias de informação (...).³

Ressalta-se que, o termo “ecossistema” teve seu significado importado da biologia, logo, no presente caso, entende-se como ecossistema um conjunto de fatores que propiciam o desenvolvimento, o incentivo e a interação das empresas em um determinado local, de forma a criar um ambiente favorável para o crescimento das empresas e, conseqüentemente, para o aporte financeiro por meio do *Private Equity*. Pode-se dizer que, esse ecossistema é formado pela interação entre (i) um ambiente de apoio jurídico, fiscal e social; (ii) pela presença de recursos humanos apropriados; e (iii) capital suficiente para o aporte.

³ DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael. Introdução ao Private Equity. Grupo GEN, 2015. E-book. ISBN 9788522496679. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522496679/>. Acesso em: 17 out. 2022., p. 87

Importante salientar que, em momentos de instabilidade econômica, crise e dificuldade de acesso ao crédito, a indústria de *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE), a chamada indústria do empreendedorismo, destaca-se como uma opção de financiamento às empresas, e isso foi o que ocorreu em virtude da pandemia do COVID-19.

Tanto é verdade que nos últimos anos, pode-se notar uma constância na quantidade de investimentos em fundos de *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE): em 2020, ano de muitas oscilações, o total de investimentos em fundos de VC e PE alcançaram a marca de R\$ 23,6 bilhões (vinte e três bilhões e seiscentos milhões de reais), somente 7% (sete por cento) a menos do que fora registrado no ano de 2019 (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital - ABVCAP, 2021).

Além disso, no cenário brasileiro, pela primeira vez na história fora registrado a superação de investimentos em VC sobre PE: enquanto os investimentos em VC totalizaram R\$ 14,6 bilhões (quatorze bilhões e seiscentos milhões de reais), os investimentos em PE totalizaram R\$ 9,1 bilhões (nove bilhões e um milhão de reais) (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital - ABVCAP, 2021).

Em decorrência das demandas e adversidades apresentadas em virtude da pandemia do COVID-19, as *startups* do ramo de tecnologia passaram a ser os principais alvos dos fundos de VC, ganhando assim mais atenção dos investidores, uma vez que se mostraram mais aptas para atender e solucionar os problemas causados pela COVID-19. Isso porque, em virtude do distanciamento social, os serviços digitais tornaram-se indispensáveis para suprir esse distanciamento, e as empresas que apresentassem uma maior eficiência nessa área acabaram por ganhar um maior destaque e interesse por parte dos investidores. Durante a pandemia, os negócios digitais registraram ganhos como nunca visto antes. Além disso, os interesses dos novos investidores em diversificar suas carteiras com títulos de renda variável acabaram por contribuir para esse aumento de ganhos e enriquecimento dos negócios digitais.

Em resumo, os fundos de investimentos de *Venture Capital* e *Private Equity* são fundos que investem em empresas que apresentam um elevado crescimento e, conseqüentemente, que apresentam um índice maior de risco do negócio, sendo

essas empresas de pequeno e médio porte - e por vezes em empresas grandes -, de capital aberto ou fechado.

Ocorre que, ainda que ambas apresentem características semelhantes, existem diferenças quanto a fase de desenvolvimento em que ocorrem os investimentos nas empresas. Enquanto os fundos de VC têm como alvo empresas em fase inicial, de "nascimento", que se encontram em dificuldades de obter crédito junto ao mercado, visto que ainda possuem/apresentam um baixo valor patrimonial líquido; os fundos de PE, por outro lado, almejam e empenham-se para as empresas em estágio avançado, isto é, aquelas que estão em fase de expansão dos negócios, de reestruturação, ou até mesmo de consolidação no mercado, entretanto, ainda não é possível considerá-las como empresas maduras⁴.

Dentre os tipos de aporte financeiro acima apresentados, a forma de investimento que será abordado e aprofundado neste trabalho será a dos investidores anjos.

⁴ COUTINHO, Vinicius Rodrigues. A presença de fundos de venture capital e private equity influencia no underpricing de IPO's de empresas brasileiras?. 2020. 31 f. Monografia (Graduação em Administração) - Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Ouro Preto. Mariana, 2020, p. 4 e 5.

2. STARTUPS

2.1. Conceito de *Startup*

No final do século XX e com mais presença no início do século XXI, uma nova espécie de corpo empresarial se destacou na economia e no mundo colaborativo: as chamadas *startups*.

Apesar do uso do termo “*startups*” para se referir a pequenas empresas modernas e inovadoras datar de 1970, foi na segunda metade da década de 1990 e início do século XXI que, em decorrência do intenso desenvolvimento tecnológico e econômico presenciado nesse período, as *startups* ganharam maior notoriedade.

A evolução de *startups* está relacionada, de certa forma, ao surgimento, aperfeiçoamento e propagação da internet. Pode-se dizer que o marco histórico de origem das empresas desenvolvidas com base nessa tecnologia é do ano de 1993, data de origem do navegador Mosaic. A partir de então, começaram a surgir diversas empresas deste ramo, algumas das quais estão presentes até os dias atuais, como por exemplo a Yahoo! e a Amazon, que inclusive surgiram nesse período.

Posto isso, passamos ao conceito de *startup*.

De acordo com Eric Ries (2012) “*uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza*”⁵. Portanto, partindo desta interpretação, pode-se dizer que, Ries considera a inovação como o âmago da existência desse tipo de empresa, seja ela qual for.

Ocorre que o termo “*startup*” ganha um conceito diferente a depender da norma que o baseia. Por exemplo, de acordo com a lei italiana, para uma empresa ser considerada uma *startup*, ela deve apresentar como requisitos: (i) ter sido constituída a no máximo 5 (cinco) anos; (ii) possuir sede na Itália; (iii) não distribuir lucro; (iv) apresentar faturamento anual inferior a 5 (cinco) milhões de euros; (v) comercializar produtos e/ou serviços de alto valor tecnológico; e (vi) entre outros aspectos básicos presentes na legislação italiana. Por outro lado, a lei da Letônia apresenta como requisitos fundamentais à constituição das *startups* que (i) a empresa seja constituída há no máximo 5 (cinco) anos; (ii) apresente faturamento inferior a 200 (duzentos) mil

⁵ RIES, E. A startup enxuta. São Paulo: Leya, 2012.

euros nos seus dois primeiros anos de existência; (iii) 50% (cinquenta por cento) de seus gastos sejam destinados à pesquisa e desenvolvimento; e (iv) que ao menos 70% (setenta por cento) de seus colaboradores tenham mestrado ou doutorado, além de outros requisitos. A lei francesa, por sua vez, um pouco diferente das duas anteriormente apresentadas, requer que (i) a constituição da empresa não seja superior a 8 (oito) anos; (ii) seja qualificada como microempresa ou empresa de pequeno porte; (iii) a constituição do quadro societário apresente pelo menos 50% (cinquenta por cento) das ações ou quotas detidas por empreendedores ou fundos de *Venture Capital*, além de outros requisitos (FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups, 2018, p. 10).

Logo, nota-se que o conceito de “*startup*”, para fins regulatórios, molda-se de acordo com os requisitos legais apresentados pela lei do país no qual ela esteja sediada.

Portanto, pode-se dizer que uma empresa enquadrar-se-á como *startup* quando apresentar os seguintes elementos: (i) Encontrar-se em estágio inicial, sendo notadamente carente de processos internos e organização; (ii) possuir perfil inovador; (iii) possuir significativo controle de gastos e custos; (iv) seu serviço ou produto ser operacionalizado por meio de um produto mínimo viável; (v) o produto ou ideia explorado ser escalável, ou seja, que o produto ou ideia seja facilmente expandido para outros mercados, alcançando inúmeros clientes; (vi) apresentar necessidade por captar capital de terceiros para sua operação inicial; e (vii) utilizar tecnologia para seu modelo de negócio (FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups, 2018, p. 11).

Outra característica que é comum a todas as *startups*, é a presença do elevado grau de risco do negócio, e é isso que muitas vezes as diferenciam das corporações tradicionais presentes no mercado. Isto é, como a *startup* traz um serviço ou produto novo para o mercado, o grau de incerteza sobre o sucesso do produto ou serviço ofertado é altíssima. Tudo dependerá da resposta que o mercado consumidor dará frente ao produto ou serviço ofertado. A esse respeito, Eric Ries (2012) ensina que:

As startups são projetadas para enfrentar situações de extrema incerteza. Abrir uma nova empresa, que seja um clone exato de um negócio existente, copiando modelo de negócios, precificação, cliente-

alvo e produto, pode até ser um investimento econômico atraente, mas não é uma startup, pois seu sucesso depende somente da execução – tanto que esse sucesso pode ser modelado com grande exatidão. (Eis por que tantas pequenas empresas podem ser financiadas com simples empréstimos bancários; o nível de risco e incerteza são tão bem entendidos que um analista de crédito pode avaliar suas perspectivas futuras.)

A maioria das ferramentas da administração geral não são projetadas para florescer no solo adverso da extrema incerteza, no qual as startups vicejam. O futuro é imprevisível, os clientes testemunham um conjunto crescente de alternativas, e o ritmo da mudança está sempre aumentando. No entanto, a maioria das startups – tanto em garagens quanto em empresas – ainda é administrada por meio de prognósticos padrão, marcos de produtos e planos de negócios detalhados.⁶

De certa forma, é razoável afirmar que as *startups* refletem as rupturas tecnológicas da atualidade. Por serem empresas que se encontram em estágio inicial de desenvolvimento, elas acabam se voltando diretamente para tecnologia da informação, representando as inovações disruptivas da atualidade. Logo, é perfeitamente possível concluir que as *startups* não somente apresentam e trazem consigo inovações em seus produtos, como também em seus modelos de gestão (FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups, 2018).

2.2. Legislação a respeito das Startups

As *startups* passaram a ser reguladas e devidamente asseguradas mediante a promulgação da Lei Complementar nº 182/2021 (LC 182/2021), conhecida como Marco Legal das Startups.

A Lei Complementar nº 182/2021, aprovada por unanimidade no Congresso Nacional, acabou por instituir o Marco Legal das Startups e o Empreendedorismo Inovador, além de alterar a Lei 6.404/1976 e a Lei Complementar nº 123/2006. O projeto de lei almeja garantir para as pequenas empresas da área de tecnologia um

⁶ RIES, Eric. A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. [tradução Texto Editores]. São Paulo : Lua de Papel, 2012, p. 27.

novo ambiente regulatório, isso em razão do alto potencial de desenvolvimento econômico que essas empresas de tecnologia apresentavam.

De acordo com a lei, são enquadradas como *startups* as organizações societárias/empresariais, nascentes ou em fase inicial de operação, caracterizadas pela inovação e uso da tecnologia aplicada no modelo de negócio, nos produtos ou serviços ofertados pela empresa (art. 4º da LC 182/2021).

Bem como traz o §1º do artigo supramencionado, para que uma empresa se enquadre como *startup*, ela deve apresentar: (i) receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano anterior, ou, quando a empresa possuir menos de 12 (doze) meses de atividade, apresentar receita bruta de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividades desempenhadas no ano anterior; (ii) inscrição no CNPJ há menos de 10 (dez) anos; e (iii) declarar em seu ato constitutivo ou alterador que faz uso de modelos de negócios inovadores voltados à criação de produtos ou serviços, ou se enquadrar no regime especial Inova Simples (vide art. 65-A da LC 123/2006).

O Inova Simples concede às *startups* alguns benefícios, tais como, regime tributário simplificado, abertura e fechamento simplificado de empresa e maior facilidade para o registro de marca, isso no âmbito burocrático.

No quesito das obrigações tributárias, as *startups* que se enquadrarem no regime especial Inova Simples, poderão optar pelo regime tributário do Simples Nacional.

Outro ponto que a lei aborda é referente aos investimentos realizados nas *startups*, o qual está previsto na redação do artigo 5º da LC 182/2021. O referido artigo aduz acerca do aporte de capitais nas *startups*, de forma que o investimento poderá ou não resultar em participação societária da *startup*, visto que depende do tipo de contrato celebrado entre as partes e da modalidade de investimento realizado. A esse respeito, o §1º do referido artigo traz um rol de instrumentos contratuais que, os aportes realizados por meio da celebração desses contratos, não integram o capital social da empresa, sendo eles: (i) contrato de opção de subscrição de ações/quotas; (ii) contrato de opção de compra de ações/quotas; (iii) debênture conversível nos termos da Lei nº 6.404/1976; (iv) contrato de mútuo conversível em participação

societária; (v) estruturação de sociedade em conta de participação; (vi) contrato de investidor anjo; e (vii) outros instrumentos no qual o investidor não integre o quadro de sócios da *startup*.

Pode-se dizer que o objetivo da referida lei é estimular o nascimento e crescimento de novas *startups* no país, além de proporcionar algumas vantagens para as empresas enquadradas como *startups*. A quesito exemplificativo, uma dessas vantagens é a possibilidade de firmar relações comerciais com o governo, o chamado “*Business to Government*” (B2G), na qual o governo compra/adquire soluções tecnológicas oriundas de empresas, ou seja, as *startups* passam a prestar serviços para o governo. Esta possibilidade está prevista no Capítulo VI do Marco Legal das Startups, elencado do artigo 12 ao 15.

O governo poderá adquirir os serviços prestados pelas *startups* mediante licitações (art. 13 da LC 182/2021) e, posteriormente, celebrando Contrato Público para Solução Inovadora (art. 14 da LC 182/2021) ou Contrato de fornecimento (art. 15 da LC 182/2021).

De acordo com o art. 12 da referida lei, as licitações e contratos que venham a ser celebrados devem ter como finalidade (i) resolver demandas públicas que requeiram solução inovadora com emprego de tecnologia e (ii) fomentar a inovação no setor produtivo por meio poder de compra do Estado.

Após realizada a licitação e a homologação de seu resultado, a administração pública irá celebrar com o(s) vencedor(es) da licitação Contrato Público para Solução Inovador, de modo que o prazo contratual não poderá exceder 12 (doze) meses de vigência, podendo, entretanto, ser prorrogado por igual período, bem como aduz o artigo 14, da LC 182/2021.

Ademais, o próprio artigo 14 e seus parágrafos trazem alguns requisitos que o Contrato Público para Solução Inovador deverá apresentar em suas cláusulas, tais como: (i) as metas a serem cumpridas visando resolver as demandas públicas por meio de soluções inovadoras; (ii) a forma e a frequência com que será realizado a entrega à administração pública de relatórios de andamento a respeito da execução contratual e o alcance das metas; (iii) a matriz de risco entre as partes oriundas do negócio entabulado; (iv) a definição a respeito da titularidade dos direitos sobre a propriedade intelectual referente aos trabalhos prestados em decorrência do objeto

contratual; (v) a participação das partes sobre os resultados da exploração comercial, de transferência de tecnologia e de licenciamento; e (vi) o valor do contrato a ser pago a contratada (*startup*) não poderá ultrapassar o montante de R\$ 1.600.000,00 (um milhão e seiscentos mil reais).

O Contrato de Fornecimento celebrado pelo governo com a *startup*, poderá ocorrer sem que seja necessário realizar nova licitação, desde que a contratada (*startup*) tenha celebrado anteriormente Contrato Público para Solução Inovador, ou seja, já tenha passado por uma licitação. Além disso, para que seja celebrado o Contrato de Fornecimento, o Contrato Público para Solução Inovador deve estar encerrado/vencido. Assim, vislumbra-se que o Contrato de Fornecimento funciona de forma análoga a um Termo Aditivo, tendo como objeto o fornecimento de produtos, do processo ou das soluções obtidas e oriundas do antigo Contrato Público para Solução Inovador, vide artigo 15 da LC 182/2021.

Nota-se que o Marco Legal das Startups foi de grande importância para o fomento empresarial e o avanço tecnológico das empresas, bem como delimitou mais o que pode e o que não pode ser realizado sobre o olhar da lei, trazendo mais segurança para todas as partes, seja o empresário, o investidor, ou mesmo a administração pública.

2.3. Ecossistema de Startups

Ecossistema de startups, também conhecido como ecossistema empreendedor, não é um conceito fechado, tanto que para definir este termo foi necessário importar da biologia o significado de “ecossistema”. Isto posto, biologicamente, o conceito de ecossistema é empregado tanto para designar o ambiente em si, quanto para os seres que nele habitam.

Neste sentido, ensina Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018, p. 18), em seu livro “Direito das startups”, que:

(...) ecossistema, no contexto das startups, é o termo aplicado para caracterizar determinado espaço físico onde há uma gama de serviços, tecnologia, contatos, conhecimento e fomento e, justamente por isso, observa-se grande incentivo e grande atração de

empreendedores dispostos a desenvolver ali suas tecnologias e ideias.

Este ecossistema de startups engloba todas as empresas e órgãos que colaboram para o desenvolvimento das empresas nascentes, ou seja, daquelas que ainda estão em fase inicial de desenvolvimento. Em outras palavras, a questão exemplificativo e prático, a Associação Brasileira de Startups (ABStartups) apresenta como entes que integram o ecossistema de startups: a imprensa, os investidores, as empresas, as universidades, os mentores, as comunidades, os coworkings, as aceleradoras, as *startups*, e o próprio governo⁷.

Tanto é verdade que, para as *startups* crescerem e se desenvolverem elas necessitam de colaboradores capacitados (oriundos das universidades), conhecimento sobre o negócio que desempenham (obtido por meio das aceleradoras e dos mentores), espaço físico (coworkings), visibilidade (por meio da imprensa), além de outros fatores que colaboram para que as *startups* sejam um empreendimento de sucesso.

De forma análoga, reafirmando este entendimento, Duane e Fisher (2016) também entendem que há diversos fatores que estimulam o empreendedorismo dentro do ecossistema de startups, assim como a ABStartups, apresentando praticamente os mesmos entes que a referida Associação traz, tais como: mentores, universidades, governo local, provedores de serviços, eventos da comunidade, investidores e companhias já desenvolvidas. De acordo com os autores supracitados, esses fatores se dividem em grupos, sendo eles: políticas públicas, apoio financeiro, cultura, mercado e capital humano. No centro do ecossistema, está a figura do empreendedor, apoiado pelo o que Duane e Fisher intitulam de “*ecosystem feeders*”, em outras palavras, o que alimenta o espírito empreendedor. Os autores apresentam ainda que cada espaço, seja ele estado, cidade, bairro ou até o país, oferece esses “*feeders*” em níveis distintos. Em ecossistemas de sucesso, o fornecimento de tais fatores ocorrem em grande escala, favorecendo mais o empreendedorismo. Sendo assim, é plausível afirmar que o ecossistema mais atrativo é aquele que apresenta e

⁷ Ecossistema De Startups! O Que É, Como Funciona, O Que Já Sabemos Sobre Ele? Disponível em: <<https://abstartups.com.br/ecossistema-de-startups-o-que-e-como-funciona-o-que-ja-sabemos-sobre-ele/>> Acessado em: 30 out. 2022

oferece, em áreas variadas, uma quantidade maior de suporte ao empreendedor, aumentando, assim, as chances de sucesso do empreendedor.

Por sua vez, Bell-Masterson e Stangler (2015) alegam que os ecossistemas podem ser avaliados pela densidade de empreendedores que hospedam, pela conectividade que possibilitam, por sua diversidade econômica e pelo fluxo de pessoas e empresas que passam pelo local. Na visão de Meira (2013), o papel dos fluxos apresenta grande importância para os ecossistemas, uma vez que lugares simples e sem expressão não produzem bons negócios inovadores, mas sim os lugares que apresentam uma maior conectividade, repletos de fluxos e interações pessoais e empresariais.

É importante frisar que os fatores qualificadores de ecossistemas de *startups* não derivam unicamente do setor privado, mas também do setor público, sendo este último responsável por instituir políticas de incentivo, confeccionar legislações e realizar investimentos diretos na inovação e no empreendedorismo. O setor público, entretanto, não deve ser observado de forma superficial, visto que ele é o grande responsável por impactar de forma marcante o desenvolvimento de novos negócios, seja de forma positiva ou negativa, a depender das medidas que tomar.

Dessarte, como aduz Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018) conclui-se que os ecossistemas de *startups* são compostos por diversos fatores, sejam eles públicos ou privados, elencados ou não, objetivando tornar as atividades empreendedoras mais viáveis. Dessa forma, algumas áreas, visando atrair empreendedores, começaram a se especializar em abrigar o empreendedorismo de forma acolhedora, tornando-se, assim, verdadeiros ímãs de empreendedores.

O Brasil, apesar de possuir algumas regiões que apresentam condições vantajosas para o empreendedor desenvolver seu negócio, tais como Porto Digital, em Recife (Meira, 2013) e São Paulo (Startup Genome, 2017) - por meio dos fatores que compõem um ecossistema, como fora anteriormente exposto neste trabalho - o país ainda não é um lugar atrativo e vantajoso para a iniciação de novas empreitadas, em decorrência da maturidade do sistema, do volume de capital investido e da segurança jurídica para os empreendedores, principalmente para os investidores anjo, embora este último ponto já apresente melhorias, como bem se observa por meio da

criação da Lei Complementar nº 182 (Marco Legal das Startups), sancionada em 2021, cujo objetivo da lei é fomentar o crescimento e nascimento de mais *startups* no Brasil. Além disso, a referida lei trouxe mudanças na Lei Complementar 123/2006, trazendo mais segurança para os investidores anjo.

No âmbito global, quando se trata de ecossistema de *startups* de sucesso, há um local que se destaca, o chamado *Silicon Vallery* (Vale do Silício), localizado na porção sul da Baía de São Francisco, na Califórnia (EUA). Nessa região, estão as sedes de grandes empresas de tecnologia, tais como Google e Apple, além de hospedar milhares de outras *startups*. Muitos empreendedores desejam levar suas empresas para essa região, justamente pelo poder de suporte que essa área tende a oferecer às empresas que nela se localizam, potencializando as chances de crescimento e sucesso do negócio. A respeito da região, Piscione (2014) afirma que:

Somente no Vale do Silício a cultura da ciência e da inovação flui de forma tão livre que as pessoas podem estudar e experimentar as ideias mesmo que os resultados estejam a anos ou até mesmo décadas de distância, inclusive os financeiros. Mas o que torna esta época ainda mais significativa do que qualquer era anterior na história humana é a forma superlativa pela qual as tecnologias do Vale do Silício impactam as ideias mais básicas do mundo sobre trabalho, aprendizagem e estilo de vida. [...] a região não apenas é responsável por criar as tecnologias inovadoras e revolucionárias sem as quais não podemos viver, mas também por inspirar modelos de negócios menos exigentes ao nível de capital.

Portanto, é inegável a importância que o Vale do Silício possui frente aos empreendedores de *startups*, sendo o seu sucesso justificado, principalmente, pela habilidade do ecossistema de se reinventar (Piscione, 2014).

Além disso, importante frisar que o Direito foi de extrema importância para que a região (Vale do Silício) se tornasse uma referência global em empreendedorismo e inovação. A esse respeito extrai-se dos ensinamentos de Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018):

Em artigo intitulado *How Law Made the Silicon Valley*, as reformas legais inovadoras observadas a partir da década de 1990 foram fundamentais para alavancar o ecossistema do Vale do Silício até o

patamar em que se encontra atualmente. Tais reformas foram compostas por uma tríade básica que envolvia: a) a responsabilização de empreendedores/investidores; b) a proteção à privacidade; e c) as garantias relativas à propriedade intelectual das empresas.

Não se pode deixar de destacar a importância dos escritórios jurídicos atuantes no Vale do Silício, visto que na região existem escritórios especializados em atender, exclusivamente, *startups*, sendo este ponto um fator de extrema importância para o ecossistema, trazendo maior visibilidade e prestígio para a região.

Por fim, frente ao exposto e bem como ensina Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybø e Victor Cabral Fonseca (2018), pode-se chegar a 3 (três) importantes conclusões: (i) o empreendedor encontra em determinados ambientes fatores atrativos que o incentiva e são favoráveis para o desempenho de sua atividade de inovação, gerando uma aglomeração empreendedora positiva de determinados espaços, bem como o hiperdesenvolvimento desta área; (ii) determinados ambientes, em decorrência de diversos fatores, inclusive suas estruturas legais, desenvolvem-se de maneira excepcional, podendo ser considerados polos de atração de empreendedores e de negócios com alto potencial de evolução; e (iii) na região do Vale do Silício, o Direito teve participação direta para seu desenvolvimento e destaque mundial.

2.4. Finalidade das Startups

A *startup* tem por finalidade gerar um modelo de negócios, que seja repetível e escalável, a partir de ideias inovadoras, a fim de se alcançar o maior número de pessoas pelo mundo. Em outras palavras, esse tipo de empresa proporciona algo que transforma integralmente o método de consumo na sociedade sobre determinado serviço ou produto.

A empresa precisa ter um planejamento e uma previsão do que poderá vir a ser seu negócio, isso pois para iniciar a concretização da ideia inovadora, é realizado um projeto detalhando os planos a serem desenvolvidos, visando, ainda, a captação de investidores.

Pode-se dizer que, além de criar um modelo de negócios inovador, pautado no uso da tecnologia, uma das finalidades para a qual a *startup* foi criada é gerar lucro para seus sócios e investidores no momento de sua venda. Por isso, é tão importante que a *startup* apresente um sistema de crescimento escalável, possibilitando e atraindo investidores, os quais irão enriquecer seu negócio, seja financeiramente ou mediante o *know-how* e conhecimento de mercado que esses investidores possuem e trazem consigo. Os aspectos intangíveis da empresa também são apurados na hora da venda da *startup*.

2.5. Teoria Geral na forma de investimento

2.5.1. Formas de aporte e participação societária

Tem-se que, as principais formas de aporte financeiro para as *startups* ocorrem por meio, principalmente, dos investidores anjos, dos fundos de *Venture Capital* e às vezes, a depender do tamanho, robustez da empresa e rede de contatos do fundador da *startup*, até mesmo mediante *Private Equity*.

Todas essas formas de investimento foram devidamente abordadas no presente trabalho, bem como traz o subitem 1.2. Aporte financeiro nas sociedades, no qual fora possível identificar e compreender esses tipos de investimento. Além disso, a respeito dos investidores anjos, o capítulo 3 deste trabalho apresenta e explica a fundo este tipo de investimento tão importante para as sociedades empresárias.

A forma como será realizado o aporte financeiro na *startup* depende, unicamente, do interesse da empresa e da fase em que ela se encontra. Além disso, outro ponto importante relacionado ao aporte financeiro, diz respeito a forma contratual escolhida entre as partes para celebrar o acordo de vontades, ficando a critério exclusivo das partes a escolha contratual, podendo ser um contrato de compra e venda de quotas ou ações (*share purchase agreement – SPA*), contrato de participação (*investimento-anjo*), contrato de mútuo conversível em participações societárias, contrato ou acordo de investimento, contrato de opção de compras de participação societária e entre outros, de forma que o investimento poderá ou não resultar em participação societária na *startup*, ou seja, na aquisição de ações/quotas da sociedade.

Normalmente, os contratos celebrados são constituídos por diversos outros termos e anexos apensados a ele, isso em razão da complexidade das questões a serem tratadas nas negociações. Nas negociações, é muito comum, ainda, que junto ao contrato de investimento seja acordado um acordo de sócios visando regular a relação entre o investidor e os fundadores da *startup*, delimitando, por exemplo, suas obrigações e participações frente à sociedade.

Contudo, como já apresentado, o artigo 5º da LC 182/2021 diz respeito aos investimentos realizados nas *startups*, e seu §1º é expresso ao apresentar os tipos contratuais, cujo montante previsto no contrato, isto é, o valor que será aportado na *startup*, não integrará o capital social da empresa, de forma que o investidor não possuirá o status de sócio. Estes contratos são: (i) contrato de opção de subscrição de ações/quotas; (ii) contrato de mútuo conversível em participação societária; (iii) contrato de opção de compra de ações/quotas; (iv) contrato de investidor anjo; (v) debênture conversível nos termos da Lei nº 6.404/1976; (vi) estruturação de sociedade em conta de participação; e (vii) outros instrumentos no qual o investidor não integre o quadro de sócios da *startup*.

Ademais, as partes têm plena liberdade para estipular as cláusulas que desejam inserir e as condições que serão inseridas no contrato, devendo, entretanto, observar as previsões e vedações e determinações legais a respeito da forma de investimento, bem como previsto, por exemplo, na LC 182/2021, quando aduz a respeito dos instrumentos de investimento em *startups* (artigos 5º, 6º e 8º) e das contratações de soluções inovadoras realizadas pelo Estado, mediante licitações (artigos 12, 13, 14 e 15), e também na LC 123/2006, em seus artigos 61-A e seguintes, versando a respeito do aporte de capitais nas empresas como forma de incentivar as atividades de inovação.

Portanto, a aquisição de participação societária, seja ela por meio de quotas ou ações, se dará a depender do tipo contratual entabulado entre as partes e da quantidade que for auferida no contrato, uma vez que, conforme apresentado, existem tipos contratuais que não possibilitam que o investidor adquira parte das quotas/ações da sociedade.

2.5.2. Rodada de investimento

A rodada de investimentos é o processo que, para promover seu crescimento contínuo, a empresa busca captar recursos financeiros. Para conseguir se financiar, as *startups*, geralmente, costumam utilizar esse modelo.

Para o funcionamento desse modelo, os investidores costumam oferecer dinheiro em troca de participação acionária do negócio.

Para acelerar o crescimento das *startups*, as empresas realizam as chamadas rodadas de investimento, em que os empreendedores apresentam seus projetos para os investidores, os quais, por sua vez, quando houver interesse, realizam o investimento/aporte financeiro com a condição de receberem uma participação acionária sobre o negócio.

Essas rodadas são divididas em séries que se classificam em “A”, “B”, “C” e assim por diante, essa divisão se dá a partir do estágio de maturidade da *startup*. A Série A é indicada para negócios que já estão no mercado e buscam meios para atingir novos consumidores ou lançar novos produtos, ficando os valores entre R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais).. Aqui, os investidores já têm dados concretos para se embasar, assim, passam a analisar o que a empresa fez com os investimentos que recebeu anteriormente.

A Série B é indicada para negócios que buscam acelerar o ritmo de crescimento, podendo novas contratações ou otimização de processos já estabelecidos, superando, os valores, R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

Já a Série C é indicada para os negócios que crescem de forma acelerada, buscando uma maior profissionalização e consolidação no mercado em que atuam, podendo envolver, ainda, expansão para mercados internacionais ou estratégias de fusões e aquisições. Nesta fase, os investidores procuram empresas que possam receber investimentos bilionários e garantir retornos exponenciais.

As rodadas subsequentes, quais sejam as Séries “D”, “E”, “F”, “G” e assim por diante, até que seja realizado, pela empresa, caso deseje, uma oferta pública inicial (IPO).

Destaca-se aqui, que não há um prazo certo para a duração de cada rodada de investimentos, podendo ela durar alguns dias ou meses. Essa variação depende,

geralmente, do estágio em que a empresa se encontra, ou seja, quanto mais avançados, mais demorados são.

3. INVESTIDOR ANJO

3.1. Conceito de Investidor Anjo e sua origem

Como já estabelecemos, em suma, os investidores anjos são pessoas físicas ou jurídicas de grande sucesso que realizam aportes financeiros em uma determinada empresa, geralmente em *startups* que apresentam grande potencial de crescimento e retorno financeiro para o seu negócio. Na maioria das vezes, esse investidor é um empresário ou uma empresa bem-sucedida que, vendo uma percepção de futuro vantajosa na *startup*, acreditando que ela tem tudo para se desenvolver e trazer lucros, realiza o aporte/injeção de recursos financeiro nessa *startup*, visando o lucro futuro, que muitas vezes ocorrerem mediante a venda da empresa.

Além disso, pode-se dizer que os investidores anjo trazem consigo para as empresas as quais investem, não somente um suporte financeiro, mas também agregam de forma intelectual ao negócio, pois trazem e compartilham seus conhecimentos e experiências que adquiriram ao longo dos anos, visando fomentar o crescimento da empresa e, conseqüentemente, obter um maior retorno financeiro.

O termo “investidor anjo”, originalmente “*angel investor*” ou “*business angel*”, surgiu nos Estados Unidos (EUA), no início do século XX, com o intuito de designar os investidores que financiavam os custos para produção das famosas peças da Broadway, e, por conseguinte, assumiam os riscos oriundos do negócio e participavam de seu futuro retorno financeiro.

No cenário empresarial, o conceito passou a ser utilizado para definir os empresários/investidores que realizavam investimentos em empresas que estavam iniciando suas atividades. No Brasil, esse tipo de investimento ainda é algo recente, e isso decorre da falta de aportes em empresas emergentes, o que vem sendo corrigido, haja vista os vultosos investimentos que as *startups* ligadas à tecnologia receberam no período da pandemia do COVID-19, atingindo recorde de aportes, em razão da alta liquidez do mercado e os juros baixos. Seguindo essa tendência, segundo levantamento apurado pela consultoria Distrito, o volume de investimento em *startups* subiu 35% (trinta e cinco por cento) nos meses de janeiro e fevereiro de 2022 - para

US\$ 1,36 bilhão (um bilhão e trezentos e sessenta milhões de dólares) - em comparação ao primeiro bimestre de 2021⁸.

Assim, geralmente, o aporte financeiro é realizado em empresas novas com alto potencial de crescimento, ou seja, nas *startups*. Vale lembrar que, designa-se por *startup* sociedade empresária voltada à criação de produtos e serviços inovadores sob condições de extrema incerteza. O investimento realizado nesse tipo de empresa traz consigo mais do que somente um valor financeiro, mas também todo um know-how (conhecimento/experiências) que está diretamente ligado à figura do investidor, o qual adquiriu amplo conhecimento durante sua jornada no mundo de investimentos, agregando assim valores técnicos e intangíveis a empresa.

Ao realizar o investimento, o investidor anjo não tem como objetivo direto ocupar cargo de direção/executivo dentro da empresa, ele tende a atuar como conselheiro e mentor da instituição, estando presente em todas as decisões que determinem o destino da empresa, visando sempre o crescimento e desenvolvimento do negócio. E essa atitude o diferencia da figura do investidor tradicional, ao passo que este último, ao fazer o aporte financeiro, estabelece uma conexão apenas financeira com a empresa investida, isto é, na qualidade de acionistas passivos.

Vale ressaltar que, comumente, o investidor anjo apresenta uma bagagem rica de experiências profissionais em sua área de atuação, haja vista os riscos que correu ao longo de sua trajetória ao investir em negócios/empresas que ainda estavam em fase inicial, sem firmeza no mercado. Por consequência, o sucesso de suas decisões e escolhas o levou a trilhar o caminho do sucesso, amalhando recursos suficientes para investir em novos negócios. Assim ele traz consigo experiências e ensinamentos que tendem a valorizar e dar todo o suporte necessário para o crescimento da empresa investida.

Assim, quanto maior o reconhecimento e prestígio que o investidor anjo tem no mercado e em seu nicho de atuação, seja o investidor um ente individual ou um grupo de investidores, maior é a credibilidade que o empreendimento investido apresentará

⁸ Cenário de crise deve reduzir valor médio de investimento em startups. Disponível em: <

frente ao mercado, fato este que colabora para uma maior captação de recursos financeiros oriundas de outros investidores. O fato de um investidor anjo renomado investir em determinada empresa, proporciona uma espécie de segurança e confiança para outros investidores também optarem por investir no negócio. Nesse âmbito, Cassio Spina aduz que *“só o fato de o empreendedor poder se apresentar como alguém que recebeu investimentos de um profissional experiente já é grande valia para a captação de recursos adicionais”*⁹.

Pelo fato do investidor anjo financiar empresas novas e em desenvolvimento, pode-se dizer que esse tipo de investimento é classificado como capital semente (*Seed Money ou Seed Capital*). Capital semente nada mais é do que um tipo de investimento efetuado em empresas que ainda se encontram em fase embrionária, ou seja, é um tipo de contribuição financeira destinada à empresas que ainda não estão consolidadas no mercado, ou, à empreendedores que buscam por dinheiro/investimento para tirarem sua ideia do papel. Esse tipo de investimento é muito comum em *startups*, visto que o capital semente colabora para agilizar o desenvolvimento da empresa, fortalecendo iniciativas emergentes que necessitam de recursos financeiros.

Nota-se que o termo “anjo”, da palavra “investidor anjo”, está relacionado aos conhecimentos, experiências e a rede de relacionamentos que o investidor possui e adquiriu ao longo dos anos. Nesse âmbito, o investidor anjo é visto como aquele capaz de aumentar as chances de sucesso do empreendedor junto ao negócio, e não como um investidor unicamente financeiro que disponibiliza apenas o capital necessário para o negócio.

Ressalta-se que, a atividade exercida pelo investidor anjo está longe de ser um ato benevolente, muito pelo contrário, de acordo com o autor Cassio A. Spina, *“o investidor-anjo tem uma postura ativa de busca por negócios para investir, e não o faz conforme o surgimento de alguma oportunidade ou como um hobby”*¹⁰.

Cassio Spina complementa aduzindo que *“o investimento-anjo é uma atividade que demanda dedicação, mesmo que apenas em tempo parcial, tendo como objetivos*

⁹ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo. Como conseguir investidores para seu negócio. 2ª Edição. São Paulo: nVersos, 2015, p. 20

¹⁰ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo. Como conseguir investidores para seu negócio. 2ª Edição. São Paulo: nVersos, 2015, p. 20

*tanto o ganho financeiro quanto a realização pessoal*¹¹, e esse tipo de investimento está voltado para negócios que apresentam grande potencial de retorno, não excluindo, por outro lado, o potencial de risco do negócio, que está diretamente vinculado ao investimento realizado. Ademais, é fato incontroverso que esse tipo de investimento, por proporcionar o crescimento da empresa investida, acaba por gerar um impacto direto e positivo tanto na sociedade, quanto na economia do país, vez que proporciona o aumento do número de empregos.

Conforme dados disponibilizados no site Anjos do Brasil (organização sem fins lucrativos que objetiva o incentivo do cenário empreendedor do Brasil), o investimento anjo costuma ser realizado por grupos de 5 (cinco) a 30 (trinta) investidores, como forma de diluir os riscos e possibilitar o compartilhamento das obrigações entre eles, sendo determinado somente 1 (um) ou 2 (dois) investidores-líderes para cada negócio, como forma de agilizar o processo de investimento. O referido site apresenta ainda que, os valores referentes ao investimento total por empresa giram em média de R\$ 200 mil (duzentos mil reais) a R\$ 1 milhão (um milhão de reais), podendo ainda chegar a R\$ 1,5 milhão (um milhão e quinhentos mil reais).¹²

Importante ressaltar que o investidor anjo tem direito a participação societária, seja por meio de quotas ou ações, a depender do tipo de sociedade, que poderá ser efetivada por meio de diversas ferramentas jurídicas. Entretanto, como já dito mais acima neste trabalho, este tipo de investidor não estará diretamente ligado à gestão da sociedade, mas sim como conselheiro, na qualidade de sócio não executivo. Ademais, quando presente no quadro societário/quadro de acionistas da sociedade, o investidor participará sempre de forma minoritária, evitando-se a diluição das ações e/ou quotas dos sócios fundadores, isso principalmente quando a sociedade for uma *startup*. Portanto, pode-se dizer que a participação do investidor anjo varia entre 15% (quinze por cento) a 30% (trinta por cento) do capital social da empresa.

Pode-se dizer que na prática, existem dois tipos de perfis de investidores anjo.

Um desses perfis diz respeito a aquele na qual a atividade de investidor, de buscar por empresas embrionárias em potencial e abertas ao aporte de capitais, é a

¹¹ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo. Como conseguir investidores para seu negócio. 2ª Edição. São Paulo: nVersos, 2015, p. 20

¹² O que é um investidor anjo? Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>> Acesso em: 19/10/2022

atividade e fonte de renda secundária do investidor. Nesta fase, o investidor busca a ampliação de seu conhecimento sobre o assunto e entender melhor como funciona esse tipo de negócio, ainda não se sente tão confiante e por isso realiza aportes financeiros reduzidos, como uma fonte secundária para completar sua principal fonte de renda. Logo, a ideia por trás desse perfil é o conhecimento e estudo do negócio.

Por outro lado, esse tipo de investidor mais contido acaba por gerar uma insegurança na empresa investida, pois há uma chance maior do investidor optar por abdicar de continuar a investir na empresa.

O outro tipo de perfil é relacionado a aquele investidor que dedica todo o seu tempo, esforços e atenção às empresas nas quais realizou investimentos, sendo esta atividade sua principal fonte de renda.

Por fim, destaca-se que, assim como esse tipo de investimento realizado pelo investidor anjo pode proporcionar retornos financeiros vultosos, ele também apresenta um alto grau de risco, isso porque as empresas com alto potencial de crescimento, ainda em fase embrionária, trazem consigo uma maior possibilidade de fracasso em comparação com as empresas já maduras.

3.2. Contratos de Investimento

Os investidores anjo realizam investimentos nas *startups* aspirando o alto potencial de lucro. Esses aportes são realizados por meio de contratos de investimentos celebrados entre as partes, sendo os mais conhecidos o Contrato de Participação Direta na Empresa, Contrato de Mútuo Conversível, Contrato de Opção de Compras de Participação Societária, Contrato de Sociedade em Conta de Participação e o Contrato de Participação de Investidor Anjo.

Nos **Contratos de Participação Direta na Empresa**, o investidor compõe o quadro societário a partir do ato de investimento, passando a fazer parte do corpo societário.

Ocorre que, em virtude do cenário amplamente burocrático no Brasil, este tipo de contrato de investimento deixou de ser tão utilizado, e isso também se deve ao fato de que nessa modalidade contratual, o investidor arca com as responsabilidades do negócio, podendo responder pelas dívidas da empresa por meio de seu patrimônio

pessoal, dentro de sua respectiva participação societária, na hipótese de incidência da desconsideração de personalidade jurídica.

Os **Contratos de Mútuo Conversível**, originários dos Estados Unidos (EUA), acabam por ser um dos mais utilizados na relação dos investidores anjo com as *startups*. Este tipo contratual garante ao investidor a possibilidade de converter o empréstimo que realizou à empresa em participação societária. Isto é, o contrato garante ao investidor a possibilidade de adquirir parte do capital social da empresa em virtude do aporte financeiro realizado na instituição. Essa forma de contrato acaba apresentando maior segurança para o investidor, visto que, em um primeiro momento, ele não fará parte do quadro societário da empresa investida, não respondendo pelas dívidas que a empresa contrair durante esse período, principalmente mediante a desconsideração da personalidade jurídica, diminuindo assim o risco do negócio.

A segurança do negócio para o investidor está no fato de que o aporte financeiro realizado poderá ser resgatado mediante participações diretas na sociedade, isso previsto mediante cláusula contratual. O investidor poderá ainda, a depender do que for pactuado entre as partes, no final do contrato, optar por não realizar a conversão e exigir o pagamento pelo empréstimo, corrigido monetariamente e com juros, caso veja e entenda que não vale realizar/manter o investimento na empresa, sendo esta mais uma segurança para o investidor.

Na redação do contrato, deve-se ainda prever quais as atribuições do investidor durante o período do mútuo (prazo contratual), visto que este, até a conversão e desde que opte por ela, não compõe o quadro societário da empresa.

Quanto ao **Contrato de Opção de Compra de Participação Societária**, nele, o investidor tem a possibilidade de comprar as cotas/ações da empresa a um valor pré-estabelecido e após decorrido determinado prazo, realizando o aporte financeiro somente quando for exercer o direito de opção. Neste caso, ressalta-se que o direito de exercer a opção de compra é facultativo ao investidor, podendo ele optar pela negativa. Este tipo de contrato acaba sendo utilizado por *startups* como meio de reter talentos, sendo menos aplicado para investidores anjo.

As obrigações dos sócios, a forma como será realizado o direito de opção de compra e as ferramentas que serão utilizadas para garantir uma gestão de qualidade

e transparência estarão previamente previstas e acordadas no contrato a ser assinado tanto pelo investidor quanto pelo funcionário da *startup*.

Há o entendimento de que este tipo de contrato, por prever uma ação futura que poderá ou não vir a se concretizar, caracteriza-se como um pré-contrato, logo, estando regulado pelos artigos 462 e seguintes do Código Civil.

Já em relação aos **Contratos de Sociedade em Conta de Participação**, esta espécie contratual está prevista nos artigos 991 ao 995 do Código Civil (CC). Esse tipo societário possui como característica a ausência de registro dos atos na Junta Comercial, logo, não há o que se falar em personalidade jurídica. Uma vantagem que este tipo de contrato traz para o investidor é que ele será sócio oculto, isto é, ele não participará das atividades empresariais desempenhadas no dia a dia, atividade esta desempenhada unicamente pelo sócio ostensivo, bem como aduz o artigo 991 do Código Civil, mas ainda sim terá direito a participação direta nos lucros.

Além disso, o sócio oculto obriga-se tão somente com o sócio ostensivo, não respondendo perante terceiros.

Por fim, o **Contrato de Participação de Investidor Anjo** apresenta previsão legal na Lei Complementar nº 155/2016 (LC 155/2016), a qual entrou em vigor no ano de 2016, data de sua publicação, embora os efeitos a respeito dos artigos 61-A, 61-B, 61-C e 61-D da Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, começaram a vigorar apenas a partir de 2017, vide artigo 11 da LC 155/2016.

A referida Lei trouxe alterações significativas para a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, principalmente ao tratar dos investidores anjo. Dessa forma, a Lei Complementar nº 155/2016 inovou ao apresentar esta nova espécie de contrato de investimento (Contrato de Participação de Investidor Anjo), bem como vem assegurado nos artigos 61-A ao 61-D¹³, que até então não existia para os investidores anjos.

Todavia, para que o investidor possa dispor dessa modalidade, existem alguns requisitos que devem ser cumpridos, tais como: (i) o investidor não pode figurar como administrador da sociedade; (ii) a remuneração do investidor será acordado entre as partes mediante contrato de participação, bem como poderão prever a possibilidade

¹³ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp123.htm#art61a. Acesso em 19/10/2022

de conversão do aporte de capital em participação societária; (iii) prazo máximo de 7 (sete) anos para o investidor anjo ser remunerado em razão de seus aportes realizados; e (iv) o investidor anjo somente poderá exercer o direito de resgate após decorrido o prazo de 2 (dois) anos do contrato celebrado (aporte realizado), ou mais, a depender do que fora estabelecido no contrato de participação.

É fato que, apesar desse novo tipo contratual não estar previamente previsto e regulado no Código Civil, bem como apresenta o artigo “Regulação do Investimento Anjo no Brasil”¹⁴, a Lei Complementar nº 123/2006, alterada pela LC 155/2016), em artigo 61-A, apresenta nos seus parágrafos requisitos e prerrogativas para a aplicação desse modelo contratual, de forma que venha a ser conhecido como um contrato típico/legal, visto que está previsto na referida LC 123/2006, mediante as alterações realizadas pela LC 155/2016.

Por outro lado, o contrato de participação é motivo de críticas, justamente pelo fato de vedar atos de gestão e administração por parte dos investidores na sociedade. Entretanto, como é sabido, dificilmente um investidor anjo realiza diretamente atos de gestão, ele atua mais como conselheiro, na seara consultiva, não participando de fato dos atos administrativos.

Ainda hoje, é pauta de discussão as vantagens e desvantagens que esse novo tipo contratual trouxe para a seara dos investidores. O que pode-se afirmar é que as alterações oriundas da LC 155/2016 garantiram maiores seguranças para os investidores anjos, reduzindo os riscos do negócio. O próprio artigo 61-A, §4º, inciso II da Lei Complementar nº 123/2006, dispõe sobre a ausência de responsabilidade do investidor anjo frente a qualquer dívida da empresa, inclusive as dívidas oriundas da recuperação judicial.

Apesar do instituto da personalidade jurídica acabar sendo utilizado de forma banal pelo Poder Judiciário, este que acaba por muitas vezes enquadrando o investidor anjo na qualidade de sócio, o artigo 61-A, §4º, inciso I Lei Complementar 123/2006, instituído pela Lei Complementar 155/2016, é claro ao aduzir que o investidor anjo não será considerado sócio, logo, tem-se aqui um argumento legal e

¹⁴ RAMOS, Pedro H; CARVALHO, Diogo Perroni. Regulação do Investimento-Anjo no Brasil. 07 dez. 2016. Baptista Luz Advogados. Disponível em <<http://baptistaluz.com.br/institucional/regulacao-do-investimento-anjo-no-brasil/>>. Acesso em: 19/10/2020.

que tende a ser requisito contratual, afastando assim a interpretação errônea por vezes do Poder Judiciário. Por este motivo, o contrato de participação acaba por ser o mais vantajoso e benéfico para os investidores anjos.

3.3. Legislação a respeito do Investidor Anjo

A Lei Complementar nº 155, sancionada na data de 27 de outubro de 2016, com suas inovações que alteraram, principalmente a LC 123/2006, passou a versar e trazer maior segurança para o investidor anjo. Com as alterações, alguns dispositivos a respeito da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte sofreram alterações. Entre eles, os mais significativos a respeito do tema foi a inclusão dos artigos 61-A a 61-D, que aduzem sobre a atividade do investidor anjo. Frisa-se que, antes da alteração oriunda da referida lei, não havia no ordenamento jurídico qualquer tipo de normatização referente a atividade desempenhada por este tipo de investidor.

A falta de regulamentação trazia uma insegurança jurídica muito grande, o que acabava por desestimular a atividade do investidor anjo.

Dessa forma, iniciou-se o processo de transplante da legislação estrangeira, substancialmente a estadunidense, buscando desenvolver um modelo brasileiro da atividade do investidor anjo, tomando como base conceitos já existentes no Código Civil, bem como suas inovações.

A primeira inovação trazida pela Lei Complementar nº 155, é seu artigo 61-A, que busca definir qual o objetivo nos aportes do investidor anjo e ainda delimita taxativamente quem poderá receber esse incentivo, buscando estimular as atividades de inovação e investimentos produtivos. Sendo as sociedades definidas como microempresa ou empresa de pequeno porte que poderiam receber os investimentos.

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.¹⁵

¹⁵ BRASIL. Lei Complementar no 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes

Aqui, vale destacar o conceito de Microempresa estabelecido pela Lei Complementar nº 123/06, mais especificamente em seu artigo 3º, qual seja “a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso”, em outras palavras, a pessoa jurídica que tenha faturamento bruto anual igual ou inferior ao valor de R\$ 360.000,00. Já a empresa de pequeno porte é aquela que auferir receita bruta anual entre R\$ 360.000,00 a 4.800.000,00.

Ainda a respeito do artigo 61-A, seu §1º faz menção ao contrato de participação e o parágrafo 2º aborda um cenário de extrema importância para a atividade do investidor, seja ele pessoa física ou jurídica, visto que tal garantia aclara a faculdade que os investidores terão para se organizar em grupos para a realização de aportes, mediante fundos de investimento e, ainda, de forma individual, poderão efetuar os investimentos em nome da própria pessoa jurídica.

Os parágrafos 3º e 4º versam acerca da proteção adquirida pelo investidor anjo a partir do momento que o contrato passa a vigor¹⁶. Dentre os benefícios abordados, destacam-se a impossibilidade de responsabilidade patrimonial previsto no artigo 50 do CC; a não integração do investidor no quadro societário; e o direito à remuneração em cima dos aportes realizados, mesmo que limitado o período em 5 anos.

O inciso I do § 4º do mesmo artigo, ao retirar o direito de gerência e de voto do investidor, tem por intenção evitar que um sócio participe de maneira ativa da administração da sociedade sendo investidor anjo. Assim, em se tratando de responsabilidade, seu patrimônio fica blindado.

pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991. Planalto. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm>. Acesso em: 17/10/2022.

¹⁶Art. 61-A - §3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

§4º O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

Mesmo com o previsto nestes dois últimos parágrafos e sabendo que o contrato de mútuo ainda é plenamente utilizado, mesmo sem a proteção jurídica que o contrato de participação possui, não há a exclusão das modalidades já utilizadas na prática, haja vista ter previsão legal em outros dispositivos do ordenamento jurídico.

Outra inovação trazida pela LC 155 foi um meio de contrato que consegue atribuir ao investidor anjo isenção de responsabilidade de dívidas da sociedade e, ainda, o permite exercer papel de credor com alguns direitos que, até então, figuravam ao sócio.

Ademais, o parágrafo 6º do artigo 61-A da LC 155 dispõe ao investidor anjo, além do resgate, possibilidade de retribuição¹⁷.

Dessa forma, o investidor terá direito de receber lucro líquido e certo da sociedade. Isso se dá pois a LC é específica às Micro e pequenas empresas, não sendo estas obrigadas a realizar escrituração contábil anual.

Contudo, a lei é omissa quanto ao período do recebimento da remuneração dos resultados, presumindo-se, então, que prevalecerá a vontade das partes na estipulação do contrato.

Além dessa omissão, há uma lacuna legal acerca da tributação ou não de tais resultados. Entretanto, visando o estímulo e o crescimento das empresas nascentes, tal qual a primazia da liberdade das partes para contratar, não incidirá tributação nos resultados dos lucros atribuídos ao investidor anjo.

Verifica-se, portanto, que a lei objetiva a segurança jurídica, fazendo com que o investidor anjo tenha participação nos resultados como sócio, mesmo não o sendo, podendo ser reconhecido como credor. E, conseqüentemente, a não tributação é salvaguardada, pois os sócios, com fulcro no artigo 14 da LC 123/06, recebem os resultados sem a incidência de tributação.

Os parágrafos 7º e 10 do dispositivo em questão possuem relação direta, pois, respectivamente, prevê o direito de resgate a ser exercido pelo investidor, e atribui a

¹⁷ Art. 61-A - §6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

atuação do Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, o qual realizará a regulamentação da tributação sobre a retirada do capital investido¹⁸.

Nesta seara, ainda a respeito do retorno financeiro que o investidor anjo poderá vir a ter com seu investimento, o artigo 5º da Instrução Normativa nº 1.719/2017, da Receita Federal, apresenta as alíquotas que incidem sobre os rendimentos auferidos pelos investidores anjo a depender do tipo de contrato que fora celebrado entre as partes, o qual, por sua vez, é retido direto na fonte, sujeitando-se a incidência do Imposto de Renda. Dessa forma, referido dispositivo é aplicado da seguinte forma: (i) nos contratos de participação com prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, aplica-se a alíquota de 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento) sobre os rendimentos auferidos; (ii) nos contratos de participação com prazo superior a 181 (cento e oitenta) dias e inferior ou igual a 360 (trezentos e sessenta) dias, aplica-se a alíquota de 20% (vinte por cento) sobre os rendimentos auferidos; (iii) nos contratos de participação com prazo superior a 361 (trezentos e sessenta e um) dias e inferior ou igual a 720 (setecentos e vinte) dias, aplica-se a alíquota de 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento) sobre os rendimentos auferidos; e (iv) nos contratos de participação com prazo superior a 720 (setecentos e vinte) dias, aplica-se a alíquota de 15% (quinze por cento) sobre os rendimentos auferidos.

A referida instrução normativa, dispondo sobre a incidência de tributos nos casos em que o investidor anjo auferir ganhos/lucros em razão da alienação dos direitos de seu contrato de participação, faz relação direta com o previsto no § 9º do artigo 61-A da Lei Complementar 123/2006, uma vez que o § 9º do referido artigo, também aduz acerca da transferência/alienação da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade, ou seja, da cessão onerosa ou não do contratado de participação, tal como previsto no artigo 6º da instrução normativa nº RFB nº 1719/2017¹⁹.

¹⁸ Art. 61- A - (...) §7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

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

¹⁹ Art. 6º O ganho na alienação dos direitos do contrato de participação de que trata o art. 3º, recebido por investidor pessoa física ou pessoa jurídica isenta ou optante pelo Simples Nacional, será submetido à incidência do imposto sobre a renda por ocasião da alienação do contrato de participação, mediante aplicação das alíquotas previstas no caput do art. 5º, calculado o prazo a partir da data do aporte, e recolhido o imposto devido até o último dia útil do mês subsequente.

Ainda, visando atualizar o ordenamento jurídico como forma de adaptá-lo às práticas econômicas executadas nos dias atuais, de forma a regular as relações decorrentes do empreendedorismo e das inovações empresariais, o Senado Federal aprovou, em 24/01/2021, o Projeto de Lei Complementar nº 146/2019, o qual veio a ser transformado, posteriormente, na Lei Complementar nº 182/2021, instituindo o chamado Marco Legal das Startups e o empreendedorismo inovador.

Analisando a lei, verifica-se que o objetivo principal do estímulo ao setor de empresas tecnológicas, fomentando a oferta de capital para que os investidores passem a investir mais nas empresas, principalmente aquelas que apresentam alto potencial de crescimento, encontrando-se em fase embrionária. Além disso, objetiva promover a criação de *startups* de forma menos burocrática e mais simplificada no Brasil, logo, estimulando o crescimento do mercado. Acredita-se que, com o Marco Legal das Startups, haverá mais segurança jurídica e tributária.

O projeto busca definir o enquadramento das empresas como *startups*. Para tanto devem preencher alguns requisitos, tais como: (i) ser uma empresa nascente ou de operações recentes marcada pela inovação no modelo de negócio; (ii) apresentar faturamento bruto anual não superior a R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior; (iii) quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada, apresentar até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ); e (iv) se enquadrar no regime especial Inova Simples ou apresentar em seu ato constitutivo modelo de negócio considerado inovador para a geração de produtos ou serviços, bem como previsto no artigo 4º, da Lei Complementar nº 182/2021.

Frisa-se que, um dos pontos mais marcantes e característicos para o enquadramento como *startups* é a presença de modelo de negócio inovador, pautado

§ 1º A base de cálculo do imposto sobre os rendimentos de que trata o caput corresponde à diferença positiva entre o valor da alienação e o valor do aporte.

§ 2º O ganho de que trata o caput, quando auferido por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado:

I - será computado no pagamento da estimativa e na apuração do lucro real; e

II - comporá o lucro presumido ou o lucro arbitrado.

§ 3º Para fins de incidência do imposto sobre a renda, considera-se alienação, qualquer forma de transmissão da propriedade, inclusive a cessão do contrato de participação.

pela tecnologia, voltada a atender os interesses sociais mediante o fornecimento de produtos e/ou serviços.

Logo, os investidores anjos possuem uma predileção por *startups*, uma vez que, conforme já apresentado, é o tipo de empresa que mais chama a atenção desses investidores, em razão do retorno financeiro que este tipo de empresa pode oferecer, sem deixar de lado o alto risco do negócio.

Pode-se dizer, assim como as alterações oriundas da LC 155/2016, o Marco Legal das Startups (LC 182/2021) colaborou para proporcionar uma segurança jurídica para os investidores anjo, visto que deixou expresso que os aporte realizados nas *startups* por meio de (i) contrato de opção de subscrição de ações/quotas firmado entre investidor e empresa; (ii) contrato de opção de compra de ações/quotas firmado entre investidor e acionistas ou com os sócios da empresa; (iii) debênture conversível; (iv) contrato de mútuo conversível em participação societária o qual venha a ser celebrado entre o investidor e a empresa; (v) estruturação de sociedade em conta de participação; (vi) contrato de investimento anjo nas diretrizes da LC 123/2006, e (vii) outras espécies de contrato de aporte de capital no qual o investidor, seja ele pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro societário da *startup* e/ou não tenha subscrito participação representativa do capital social da empresa não serão considerados como integrantes do capital social, vide artigo 5º, § 1º e seus incisos.

Sendo assim, nos termos do artigo 8º da Lei Complementar nº182/2021, o investidor que realizar o aporte de capital na *startup*, por meio de algum dos instrumentos contratuais elencados acima, não será considerado sócio ou acionista, não possuirá direito de voto na administração da empresa ou a cargo de gerência, bem como não responderá por qualquer dívida da empresa ou obrigações trabalhistas.

Portanto, verifica-se que o artigo 8º da LC 182/2021 complementa o previsto no artigo 5º da referida lei, eximindo o investidor de alguns riscos, e não o qualificando diretamente como sócio da empresa, mas sim como credor. Para tanto, deve-se sempre atentar ao que fora previsto e acordado no contrato entre as partes, visto ser esta uma atividade particular passível de negociação entre as partes, de forma que apresentam autonomia, respeitando os parâmetros legais, para celebrar contrato mediante suas vontades.

Outro ponto notável é que tanto a Lei Complementar nº 182/2021, quanto a Lei Complementar nº 123/2006, fomentam o investimento nas empresas e nas *startups*, regulando e trazendo maior segurança para os investidores anjo. Isso evidencia a grandeza e importância que este tipo de empresa (*startups*) e investimento vem ganhando ao longo dos anos, razão pela qual viu-se a necessidade de regulamentar essas áreas.

Apesar do Projeto de Lei Complementar nº 146/2019 que institui o Marco Legal das Startups ser aprovado por unanimidade pelo Senado, pelo fato dele ser aprovado com mudanças, o texto teve que retornar para a Câmara dos Deputados. Esse retorno deu margem a críticas pois algumas de suas mudanças estavam relacionadas a questões burocráticas, o que ia contra a proposta do próprio projeto de lei, visto que ele visava promover justamente o empreendedorismo inovador, de forma desburocratizada, além de estabelecer incentivos para a realização de aportes financeiros nas *startups*.²⁰

²⁰ <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/02/24/senado-aprova-marco-legal-das-startups-texto-vai-a-camara>. Acessado em: 21/10/2022

4. RELAÇÃO DOS INVESTIDORES ANJOS COM AS STARTUPS

Os investidores anjos, detentores de uma quantidade significativa de capital e a disposição para o investimento, procuram por negócios promissores para majorar suas contas bancárias. Posto isso, e em decorrência do aumento da proteção que vem sendo assegurada a ele por lei, veem nas *startups*, potenciais meios para futuro ganho financeiro.

Quando associados às *startups*, os investidores anjos são de extrema importância, isso porque, na maioria das vezes, eles são os responsáveis por realizarem o papel de instituição financeira e fundos de investimento dentro desse tipo de empresa, ou seja, são fundamentais para o desenvolvimento e progresso da empresa, representando quase a totalidade dos recursos financeiros que a empresa possui.

Por outro lado, importante ressaltar que, como nas *startups* a maioria de seu capital provém do investidor anjo, sua disponibilidade financeira acaba por ficar limitada à quantidade de recursos disponibilizada pelo investidor.

Outro ponto que vem a ser um empecilho para a obtenção desses desse recurso, é a relação do empreendedor com os investidores. Os investidores são atraídos por algumas características da empresa, como por exemplo, o tamanho da empresa, suas estruturas, em qual mercado ela vai atuar e como é a competitividade nele, e a solidez da empresa frente ao mercado. Tudo isso são aspectos que os investidores tendem a analisar antes de efetuar o aporte. Por isso é de extrema importância que o empreendedor seja claro ao responder todas as perguntas dos investidores, agindo como se fossem “amigos”, sem querer tirar vantagem do negócio a ser entabulado.

De fato, visto que as *startups*, em seu início, são altamente dependentes de capital de terceiros para o pagamento de suas despesas, nota-se que a figura dos investidores anjos é muito importante nesse meio. Além disso, em razão do risco do negócio que existe sobre as *startups*, é muito difícil esse tipo de empresa obter investimentos e capital pelas vias tradicionais, como por meio dos contratos bancários (financiamento), por exemplo. Logo, visto que os investidores anjos são justamente um modelo de investimento inovador, eles se adequam perfeitamente ao que as *startups* procuram, e em contrapartida, os investidores têm o direito de obter, caso a

empresa prospere e cresça no mercado, um retorno financeiro, majorando seus lucros e assim ganhando mais dinheiro. Nesse ambiente, uma parte colabora para ajudar a outra, de forma que no final, ambas venham a alcançar seus objetivos.

5. CONCLUSÃO

Frente a todo o exposto, conclui-se que ao decorrer dos anos, viu-se a necessidade de trazer maior proteção aos investidores, até mesmo como uma forma de fomentar o próprio investimento e o crescimento das empresas, dando maior rotatividade para a economia do país.

Sendo assim, pode-se dizer que a Lei Complementar nº 155/2016 trouxe essa segurança para os investidores anjos, uma vez que a referida lei passou a versar, principalmente, sobre a atividade do investidor anjo, por meio da inclusão dos artigos 61-A a 61-D, alterando a Lei Complementar 123/2006. Importante ressaltar que, antes da alteração oriunda da referida lei, não havia no ordenamento jurídico brasileiro qualquer tipo de normatização referente a atividade desempenhada pelo investidor anjo.

A quesito exemplificativo, para a melhor lucidez deste trabalho, a Lei Complementar nº 155, em seu artigo 61-A, buscou definir qual o objetivo nos aportes do investidor anjo e ainda delimita o tipo de empresa que está apta para receber esse incentivo, buscando estimular as atividades de inovação e investimentos produtivos.

Ainda nesse âmbito de investimentos e fomento ao desenvolvimento empresarial e inovador, criou-se a Lei Complementar nº 182/2021 (LC 182/2021), conhecida como Marco Legal das Startups, a qual passou a regular e assegurar as *startups*, com o objetivo de garantir para as pequenas empresas da área de tecnologia um novo ambiente regulatório, isso em razão do alto potencial de desenvolvimento econômico que essas empresas de tecnologia apresentavam, visando, assim, estimular o nascimento e crescimento de novas *startups* ao redor do país.

Nota-se que existe um leque de possibilidades quando o assunto é a forma contratual a ser escolhida para celebrar o aporte financeiro realizado pelo investidor na *startup/sociedade* empresária. A depender da forma escolhida, as responsabilidades e direitos de ambas as partes tendem a mudar. Fato é que as partes (investidor e *startup/sociedade* empresária), têm plena liberdade para decidirem o melhor contrato a ser celebrado, sendo uma deliberação das partes.

A *startup*, caracterizada por suas atividades inovadoras e seu alto potencial de crescimento, é vista como um investimento promissor, e quanto mais segura for a

startup, mais investidores ela irá atrair, visto que o retorno financeiro para esses investidores é mais certo. Assim, o direito, no aspecto legal, contribui justamente para a criação desse ambiente seguro, regulando as formas de investimento, assegurando direitos tanto para a *startup*, quanto para o investidor, e garantindo a eles responsabilidades e, a depender da situação, o eximindo de responsabilidades.

Logo, nota-se que ambas as leis supramencionadas (Lei Complementar nº 155/2016 e a Lei Complementar nº 182/2021) se complementam, regulando esse ambiente de investimentos às empresas, trazendo maior segurança para ambas as partes.

Ademais, conclui-se também que as *startups* apresentam grande dependência dos aportes financeiros realizados pelos investidores anjos, podendo este último vir a ser considerado como um dos elementos basilares para o desenvolvimento e crescimento da *startup*, isso porque, muitas vezes, conforme já definido neste trabalho, os investidores anjos são os responsáveis por realizarem o papel de instituição financeira e fundos de investimento, ou seja, representam quase a totalidade dos recursos financeiros disponíveis no caixa da empresa, no qual, quando necessário, o dinheiro proveniente do investimento é destinado para amortizar dívidas e realizar o pagamento de algumas despesas mensais e corriqueiras. Além disso, os investidores anjos colaboram com as *startups* também no âmbito intelectual, visto que trazem consigo seus conhecimentos e experiências de mercado adquiridas ao longo dos anos.

Sendo assim, é fato incontroverso que os investidores anjos contribuem de forma direta para o desenvolvimento e crescimento das *startups*, aumentando potencialmente as chances de sucesso do negócio.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital- ABVCAP. (2021). Inside VC in Brazil. Agosto, 44. Disponível em:<<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5041.pdf>> Acessado em: 17 out. 2022

BRASIL. LEI COMPLEMENTAR Nº 155, DE 27 DE OUTUBRO DE 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991. Planalto. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm> Acessado em: 19 out. 2022

BRASIL. LEI COMPLEMENTAR Nº 123, DE 14 DE DEZEMBRO DE 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 1o de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Planalto. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm> Acessado em: 19 out. 2022

BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1719, de 19 de julho de 2017. Dispõe sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006. Receita Federal. Disponível em <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618#:~:text=IN%20RFB%20N%C2%BA%201719%20%2D%202017&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20tributa%C3%A7%C3%A3o%20relacionada,III%20e%20XVI%20do%20art.>> Acessado em: 19 out. 2022

Cenário de crise deve reduzir valor médio de investimento em startups. Disponível em: <<https://mercadoeconsumo.com.br/31/03/2022/economia/cenario-de-crise-deve-reduzir-valor-medio-de-investimento-em-startups/#:~:text=Mudan%C3%A7as%20de%20cen%C3%A1rio&text=Segundo%20levantamento%20da%20consultoria%20Distrito,caiu%20de%20118%20para%2091>> Acessado em: 18 out. 2022

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial, volume 2: direito empresarial: sociedades. 23 edição. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COUTINHO, Vinicius Rodrigues. A presença de fundos de venture capital e private equity influencia no underpricing de IPO's de empresas brasileiras?. 2020. 31 f. Monografia (Graduação em Administração) - Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Ouro Preto. Mariana, 2020.

DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael. **Introdução ao Private Equity**. Grupo GEN, 2015. E-book. ISBN 9788522496679. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522496679/>> Acessado em: 17 out. 2022.

DUANE, J.; FISHER, S. The Startup Equation: A visual guidebook to Building Your Startup. New York: McGraw-Hill Education, 2016.

Ecosistema De Startups! O Que É, Como Funciona, O Que Já Sabemos Sobre Ele? Disponível em: <<https://abstartups.com.br/ecossistema-de-startups-o-que-e-como-funciona-o-que-ja-sabemos-sobre-ele/>> Acessado em: 30 out. 2022

FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik F.; FONSECA, Victor C. Direito das startups. São Paulo: Editora Saraiva, 2018. E-book. ISBN 9788553600311. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553600311/>> Acessado em: 30 out. 2022.

MEIRA, S. L. Novos negócios inovadores de crescimento empreendedor no Brasil. 1. ed. Rio de Janeiro: Casa da Palavra, 2013.

O que é um investidor anjo. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>> Acessado em: 18 out. 2022.

PISCIONE, D. P. Os Segredos do Vale do Silício – o que você pode aprender com a capital mundial da inovação. São Paulo: HSM do Brasil, 2014.

RIES, Eric. A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. [tradução Texto Editores]. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

Senado aprova Marco Legal das Startups; texto vai à Câmara. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/02/24/senado-aprova-marco-legal-das-startups-texto-vai-a-camara>> Acessado em: 21 out. 2022

SPINA, Cassio A. Investidor Anjo. Como conseguir investidores para seu negócio. 2ª Edição. São Paulo: nVersos, 2015.

STANGLER, D.; BELL-MASTERSON, J. Measuring an Entrepreneurial Ecosystem. Kansas City: Ewing Marion Kauffman Foundation, 2015.