



PRÊMIO
CFA Society Brazil
DE INOVAÇÃO FINANCEIRA

Concurso de Monografias em Finanças ■ Edição 2017

Menção Honrosa:

Inovação, Capital e Seed Gap:
Quem são os Investidores Anjos
de Acordo com o Mercado e com
a Lei Complementar Nº155

Lucas Caminha de Lima e Silva

**INOVAÇÃO, CAPITAL E *SEED GAP*: QUEM SÃO OS INVESTIDORES ANJOS DE
ACORDO COM O MERCADO E COM A LEI COMPLEMENTAR Nº 155?**

RESUMO

O presente estudo buscará abrir discussões preliminares sobre a importância dos investidores anjos para *startups* brasileiras em estágio embrionário, especialmente considerando o advento da Lei Complementar nº 155/2016, que reconheceu oficialmente a existência desses investidores. Para estabelecer fundações ao trabalho, nós colhemos e avaliamos informações qualitativas e pesquisas quantitativas sobre agentes capitalizadores de *startups*, com origem no Brasil e no exterior, advindos da academia jurídica, academia econômica e do próprio mercado de inovação. Estabelecido esse arcabouço teórico, passamos a compreender as práticas de mercado (usos e costumes) nas relações entre empreendedores e anjos, explicando a natureza dos principais instrumentos e mecanismos contratuais. Por fim, tomamos todo esse conhecimento e passamos a instrumentalizá-lo, avaliando a Lei Complementar nº 155 enquanto tecemos considerações em paralelo com base em políticas que fomentaram os mercados de inovação ao redor do mundo.

Palavras-chave: Investidores anjos. *Startups*. Empreendedorismo. Embrionário.

ABSTRACT

The present study shall aim to start preliminary discussions regarding the importance of angel investors to seed-stage Brazilian startups, especially considering the advent of Supplementary Law no. 155/2016, which has officially recognized these investors' existences. To establish foundations to this paper, we have collected and analyzed anecdotal evidence and quantitative research regarding agents who fund startups, both from Brazil and abroad, conducted from law schools, from economics schools and from the innovation market itself. By the time this theoretical framework is established, we begin to comprehend the market practices (ways and customs) involved in the relations between entrepreneurs and angels, explaining the nature of the most relevant instruments and contractual mechanisms. Finally, we take all this knowledge and begin to instrumentalise it, analyzing Supplementary Law no. 155/2016 while presenting brief considerations in parallel based on policies which positively influenced the innovation industry around the world.

Key-words: Angel investors. Startups. Entrepreneurship. Seed.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	4
1. DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INOVAÇÃO E AS PERTURBAÇÕES NO RITMO EM DIREÇÃO À PROSPERIDADE.....	5
1.1. Mercado de Crédito	12
1.2. Mercado de Capitais e Equity Crowdfunding	15
1.3. Venture Capital.....	19
2. INVESTIMENTO ANJO: O <i>SEED GAP</i> DO MERCADO DE INOVAÇÃO PODE SER PREENCHIDO	22
2.1. Associações de anjos e investimentos sindicalizados.....	26
2.2. Atualidades do mercado de investimento anjo.....	28
3. OPERAÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO: ASPECTOS JURÍDICOS	29
3.1. Due diligence.....	31
3.2. Valuation.....	33
3.3. Instrumento contratual	35
3.4. Desinvestimento	37
4. LEI COMPLEMENTAR Nº 155: O ADVENTO DA LEI DOS ANJOS.....	40
4.1. Contrato de participação: partes, objeto e prazo.....	40
4.2. Cláusulas de <i>tag along</i> e direito de preferência	43
4.3. Imunidade patrimonial do anjo nas execuções contra a startup	44
4.4. Condição do investidor anjo e a vedação ao impacto na gestão da investida.....	49
CONCLUSÕES PRELIMINARES	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	54

INTRODUÇÃO

O universo das *startups* vem recebendo cada vez mais atenção da nossa sociedade graças a grandes exemplos como Facebook, Uber, Netflix, Netshoes, Buscapé, Google, Trivago e muitos outros, e o grande impacto que essas iniciativas geraram nas nossas vidas. Essa atenção é muito bem fundamentada: grandes autores da literatura econômica ensinam que a inovação empreendedora é fator de estímulo relevante para o desenvolvimento de uma nação, e tal afirmação vem sendo cada vez mais fundamentada por pesquisas empíricas.

Em que pese essa atenção renovada (podemos defini-la vulgarmente como a “glamourização” do empreendedorismo), pouco se fala sobre quem são os agentes que oferecem recursos e efetivamente investem nas *startups*. Entre diversas razões, uma levantada com frequência é a existência de poucos estudos acadêmicos a respeito do empreendedorismo, principalmente com viés jurídico.

Para tentar mitigar essa falha grave, nós percorreremos uma extensa trajetória que parte da própria razão de ser das inovações do mercado, passando pela dificuldade inerente de jovens *startups* conseguirem chegar ao estágio de maturidade necessário para realmente decolarem, e, enfim, à solução dada pelo mercado para que elas se salvem desse seed gap: os investidores anjos e os seus regimes legais, contratuais, e como eles foram influenciados pela iniciativa legal que os reconheceu oficialmente no ordenamento jurídico brasileiro.

1. DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INOVAÇÃO E AS PERTURBAÇÕES NO RITMO EM DIREÇÃO À PROSPERIDADE

De acordo com Joseph Schumpeter (1997), o desenvolvimento econômico de uma nação virá com inovação no seu mercado. Podemos chamar os agentes que trarão as inovações de empreendedores¹, que, segundo Schumpeter, são agentes que destróem a ordem econômica existente pela introdução de novos bens e serviços mediante criação de novas formas de organização ou pela exploração de novos recursos materiais. Eles tomam os meios de produção (materiais e humanos) já existentes, mas, ao invés de combiná-los da forma ordinária que é implementada pelo seu mercado, criam uma nova combinação, e, a partir daí, desenvolvem um novo produto.

Quanto ao conceito de *startup*, o veículo usado pelo empreendedor para concretizar sua atividade inovadora, nós tomaremos o princípio de Eric Ries (2011, p. 26): uma *startup* é instituição humana projetada para criar novos bens e serviços sob condições de extrema incerteza. Ela se difere de uma pequena empresa² qualquer exatamente porque oferece alguma inovação que traz uma vantagem competitiva em relação ao mercado, seja no produto em si ou na estratégia de gestão³.

¹ Ressaltamos que o uso da palavra “empreendedor” ao longo do presente trabalho pode estar se referindo tanto a ao fundador quanto à equipe de fundadores – uma *startup*.

² Buscando facilitar a identificação e absorção desse estudo por todos os interessados além de acadêmicos do Direito, sejam eles de outras academias, agentes públicos ou agentes do mercado, chamaremos a sociedade empresária de “empresa” em seu conceito vulgar, não devendo esse termo ser interpretado de acordo com o conceito legal de sociedade econômica organizada do art. 966 do Código Civil.

³ Sobre a estrutura de desenvolvimento da *startup*, nas palavras de Ries (2011, p. 22), elas “possuem um norte verdadeiro, um destino em mente: criar um negócio próspero e capaz de mudar o mundo. Chamo isso de visão de uma *startup*. Para alcançar essa visão, as *startups* empregam uma estratégia, que inclui um modelo de negócios, um plano de produto, um ponto de vista acerca dos parceiros e dos concorrentes, e as ideias a respeito de quem serão os clientes. O produto é o resultado final dessa estratégia”.

A inovação proposta por Schumpeter (1997) e implementada pelos empreendedores passa diretamente pela ideia de que qualquer economia em sociedade é composta por “fluxos circulares” de negócios. Por exemplo: um agricultor colhe a sua safra de grãos, um agente industrial compra essa safra e a processa em bem de consumo, um distribuidor compra esse bem em larga escala e vende com lucro para lojas varejistas, e, finalmente, o consumidor final adquire o produto para si e sua família. Temos na cadeia acima uma série de fluxos que se repetem sequencialmente na vida coletiva, e objetivam a satisfação das necessidades sociais.

Metaforicamente, podemos ver a união desses fluxos como uma sinfonia que se repete através do tempo. Eles, no entanto, não se repetem indefinidamente, pois são influenciados por algumas perturbações no ritmo: mudanças mercantis que Schumpeter (1997) chama de espontâneas e descontínuas, visto que interrompem a sinfonia produzida pelos fluxos passados.

Essas perturbações do mercado são exatamente os empreendimentos de inovação. São ideias nascidas em agentes econômicos que, quando colocadas em prática, criam novas opções de produtos para o mercado. A sinfonia é alterada por essas criações, e quanto maior for o número de perturbações ao ritmo, maior será o grau desenvolvimento econômico. De acordo com Henry Etzkowitz, a inovação é uma “transição contínua” e “fronteira sem fim”, já que sempre há espaço para evolução e disrupção (VALENTE, 2010).

Schumpeter (1997) fala de cinco formas diferentes de inovação mercantil: (i) introdução de um produto novo no mercado (ex: produtos da Microsoft e Apple, rede social Facebook, aplicativos de *smartphone*); (ii) criação de um novo método de produção ou manejo(ex: fordismo e toyotismo, método da *startup* enxuta); (iii) criação ou descoberta de um novo mercado alvo para exploração (ex: Uber, que usou preços competitivos para expandir os

serviços de transporte particular para as camadas sociais menos privilegiadas); (iv) criação ou descoberta de uma nova fonte de matérias-primas ou de bens semi-manufaturados (ex: tecnologia que permite a extração de certo princípio ativo de uma planta para fins farmacêuticos); e (v) estabelecimento de um novo arranjo de indústrias (ex: criação ou fragmentação de um monopólio, como os setores brasileiros de telefonia e exploração de petróleo).

Líderes da maioria dos países vanguardistas acreditam que *startups* são um dos motores de sucesso mais importantes da economia moderna (LE MERLE & LE MERLE, 2015). Tal visão é reforçada pelo fato de o empreendedorismo ter sido uma das principais forças para diversos setores da economia dos Estados Unidos, Europa e exterior no geral desde a década de 80, principalmente quando falamos de *startups* de bases tecnológicas (JENG & WELLS, 2000). De acordo com estudos recentes, tais não estimulam apenas o crescimento dos países em que estão sediadas, mas também dos países em que operam suas atividades (BPIFRANCE, 2016).

Compreendemos que desenvolver indústrias inovadoras estratégicas é um requisito primário para um Estado consiga sentar à mesa de um novo tipo de rodada internacional de divisões industriais, bem como uma condição essencial para o desenvolvimento econômico no Século XXI (YE & ZHONG, 2009). O centro mais emblemático de empreendedores de sucesso é o Vale do Silício, no estado americano da Califórnia. Realmente, as *startups* que lá nasceram desenvolveram consideravelmente o desenvolvimento tecnológico, geração de empregos e movimentação de renda.

As pequenas iniciativas são grande parte da espinha dorsal da economia. Tomando a economia dos Estados Unidos como exemplo, de acordo com estudos, (i) em 2004, 75% do

total dos postos de trabalho no mercado foram oferecidos por pequenas empresas, 90% dos empregadores são novas e pequenas empresas e 95% da riqueza do país foi gerada por empresas fundadas desde 1980 (TIMMONS & SPINELLI, 2004); (ii) em 2014, 24% dos empreendedores esperavam criar vinte ou mais empregos em cinco anos (GEM, 2014); e (iii) em 2016, *startups* que receberam recursos de investidores institucionais⁴ naquele ano representavam aproximadamente 370 mil empregos (NVCA, 2017).

Avaliando agora a economia brasileira, estudos do SEBRAE (2014) verificaram em 2014 que as nossas micro e pequenas empresas (i) geravam 27% do PIB, havendo saltado de R\$ 144 bilhões para 599 bilhões em dez anos; (ii) possuíam a média de 52% do total de empregos com carteira assinada; e (iii) respondiam por cerca de 40% dos salários pagos. A *startup* brasileira de *eCommerce* Netshoes, que cresceu ao ponto de realizar um IPO nos Estados Unidos esse ano, conta com 2.687 funcionários no Brasil, fora 175 na Argentina e 98 no México (SEC, 2017).

Lamentavelmente, mesmo diante de uma infinidade de dados apontando para a inovação como o caminho à prosperidade, o Estado brasileiro não parece contar com ela entre as suas prioridades. Em *ranking* de 189 países do Banco Mundial (2016), o Brasil figura em 116º lugar no quesito “*facilidade de fazer negócio*” e em 174º lugar no quesito “*facilidade para abrir um negócio*”, com absurdo custo de 83 dias e 11 processos administrativos para abrir uma empresa. Ainda, em *ranking* de 125 países da Iese Business School (2016) sobre facilidade para empreender, o Brasil ocupa o gritante 124º lugar no quesito “*incentivos fiscais e carga administrativa*”.

⁴ Majoritariamente Fundos *Venture Capital*, Fundos *Corporate Venture* e associações de investidores anjos.

O cenário brasileiro afasta um dos pontos mais vitais para o desenvolvimento do empreendedorismo, que são as suas fontes de captação de recursos. Nas palavras de Delfim Netto (2012), o desenvolvimento é pouco mais do que inovação e crédito. Ou seja, *startups* precisam de recursos para crescer, especialmente quando não contam com capital próprio. Schumpeter (1997) entende que o acesso aos recursos necessários virá principalmente de terceiros que oferecerão seu capital para fazer decolar as inovações.

Esses investidores se dividem em diversas classes em razão de suas preferências sobre em quais *startups* investir, sendo um dos pontos mais relevantes o estágio de desenvolvimento em que a empresa está. Para fins do presente estudo, adotaremos as classificações de etapas usadas pela National Venture Capital Association - “NVCA” (2017), que são o estágio embrionário (*seed stage*), estágio inicial (*early stage*), estágio de expansão (*expansion stage*) e estágio avançado (*later stage*).

Nesse estudo, nos dedicaremos às necessidades de capital das *startups* em estágio embrionário⁵: fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, projeto ou testes iniciais de mercado, possivelmente em alguns poucos clientes *beta* (FORTUNA, 2015). Provavelmente, ainda não foram concluídos os estudos de mercado para fins de demanda, barreiras de entrada, etc (NVCA, 2017). Recentemente, a média de investimentos em *seed* tem sido em US\$ 1,2 milhão nos Estados Unidos, US\$ 860 mil na Ásia e US\$ 900 mil na Europa, conforme o relatório “*MoneyTree Report Q1 2017*” da PwC (2017).

⁵ Para conhecimento, baseando-nos no relatório NVCA (2017): no *early stage*, a *startup* via de regra já tem uma equipe administradora consolidada e um conceito estável de produto, recém-chegada ou se preparando para se lançar ao mercado, precisando de capital para o começo ou manutenção de atividades. No *expansion stage*, a *startup* está pronta para expandir suas atividades, geralmente por já estar comercialmente em ritmo de ascensão, podendo ou não ter atingido o *breakeven* (ABDI, 2011). Por fim, no *later stage*, a *startup* já provou seu conceito, atingiu renda significativa em comparação aos seus concorrentes, e já chegou (ou quase) ao *breakeven*, próximo também de um possível evento de liquidez.

Naturalmente, a estrutura ainda amorfa vem acompanhada de maior exposto risco, razão pela qual é uma fase em que o empreendedor enfrenta razoável dificuldade para conseguir investidores profissionais para sua *startup* (AEDB, 2008). Por essa razão, os primeiros a oferecer capital tendem a serem os *family, friends and fools* (Três F's), já que não o fazem por razões econômicas, mas sim por afeição ou impulso: *love money* (SPINA, 2011, p. 38-39) ou *close money* (MCKASKILL, 2009). Em razão dessas motivações e considerando a alta taxa de mortalidade de *startups*, eles normalmente se dão por satisfeitos quando conseguem recuperar apenas o valor investido, cuja média brasileira fica entre R\$ 5 mil e R\$ 50 mil (SPINA, 2011, p. 38).

Já que o capital via de regra não vem de *expertise*, provavelmente esses novos investidores pouco ou nada agregarão ao direcionamento da *startup* (SPINA, 2011, p. 38-39)⁶. Além dos seus entes queridos (ou tolos), o empreendedor pode capitalizar a iniciativa com empréstimos bancários na física garantidos com bens próprios (ex: hipotecas). Em estudo da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sobre *fintechs* brasileiras (2017), foi verificado que 67% das abordadas só usaram recursos próprios ou de *family and friends* para estruturar suas atividades.

Em paralelo a usufruirmos de capital próprio e dos Três F's (SPINA, 2011, p. 65), *startups* embrionárias podem ser acolhidas por incubadoras: instituições que as preparam para conseguir condições mínimas para sobreviver no mercado, oferecendo infraestrutura, serviços e mentoria aos fundadores, conforme Pedro Wehrs Fernandes (2016). Temos no Brasil incubadoras

⁶ O assunto foge o escopo do presente estudo, mas alguns problemas podem surgir dos Três F's. Eles podem se sentir no direito de tentar interferir na gestão da *startup*, ainda que não possuam *background* profissional. Temos também o risco de um deles tentar resgatar seu investimento antes que os fundadores ou investidores estejam prontos. O risco é mitigado por cláusulas contratuais, mas conflitos com os Três F's têm boas chances de desgastar as relações pessoais. Por fim, tais problemas podem gerar problemas nas futuras rodadas de investimentos com investidores profissionais (MCKASKILL, 2009).

privadas como o Cubo, apoiado pelo Itaú Unibanco e Redpoint e.ventures, e iniciativas de universidades (VALENTE, 2010)⁷ como a incubadora da COPPE/UFRJ⁸.

A incubação também é importante por ajudar *startups* a desenvolverem um produto minimamente pronto para o mercado, conceito chamado de *minimum viable product* ou MVP (RIES, 2011). Esse marco costuma atrair a atenção dos primeiros investidores profissionais na cadeia de *Venture Capital*, que são as aceleradoras: instituições que oferecem diversos recursos para *startups* aptas a saírem de incubação e em direção ao mercado (LEWIS et al., 2011), com prazo médio de até 12 meses (FERNANDES, 2016). Entre tais recursos estão investimento de fato (*survival money*⁹), mentoria, fortalecimento de infraestrutura, redefinição do MVP, preparação para aquisições, *networking* com outros investidores, entre outros (PRICE, 2004)¹⁰.

Ultrapassadas as fontes de capital próprio, *love money* e *survival money*, as *startups* embrionárias devem avaliar quais são (e quais não são) as soluções financeiras que lhes são adequadas. Considerando que os bancos garantem que seus clientes disponham hoje de recursos que eles só teriam amanhã, poderíamos pensar inicialmente no clássico mercado¹¹ de crédito, onde instituições financeiras captar recursos dos agentes superavitários a partir de operações passivas (depósito ou investimento para o banco) em nome próprio, canalizando então esses

⁷ Nos Estados Unidos, de acordo com Sarah Klein (2015), incubadoras são majoritariamente financiadas por universidades ou recursos públicos, então não buscam grande remuneração do empreendedor e recebem pouca ou nenhuma participação das *startups* incubadas. No estudo de Lewis et al. (2011), foi observado que a maioria das incubadoras americanas sem fins lucrativos foram as que melhor desenvolveram *startups*.

⁸ Conforme disponível em: <<http://www.incubadora.coppe.ufrj.br>>. Acesso em 17.07.2017.

⁹ Aceleradores costumam investir mediante compra direta de participação, ou por mecanismos de opção de compra ou de conversão de dívida (FERNANDES, 2016).

¹⁰ No Brasil, temos a StartupBrasil, iniciativa pública que cria parcerias com aceleradoras. O período de aceleração é de até 12 meses, com acesso a infraestrutura, até R\$ 200 mil em investimento e *networking*, em troca de uma pouca participação na *startup* (STARTUPBRASIL, 2017)

¹¹ Para fins do presente estudo, de acordo com o ex-diretor da CVM Otávio Yazbek (2007, p. 59-62), podemos entender “mercado” como um *locus* abstrato de interseção entre as ordens de compra e venda dos bens e serviços. Um dos produtos mais comercializados no mercado é justamente o próprio instrumento de troca: a moeda, inovação financeira primordial para o mercado ser desenvolvido como ele é hoje.

valores para agentes deficitários na forma de concessão de crédito. Em razão dessa estrutura, Roberto Quiroga Mosquera (1999, p. 259) chama o mercado de crédito de “*mercado de intermediação financeira por excelência*”.

1.1.Mercado de Crédito

De acordo com Wald (2014), os bancos brasileiros passaram por uma “democratização” em meados do século XX, quando a expansão das oportunidades de financiamento para pequenas empresas aumentou fortemente o número absoluto de relações bancárias. Isso aconteceu especialmente com a importação dos institutos da alienação fiduciária, *leasing*, *factoring*, letras financeiras e diversos outros. No entanto, mesmo nesse cenário, o acesso ao crédito por pequenas empresas e *startups* ainda é restrito.

A máquina bancária irá girar tão bem quanto o banqueiro puder confiar na capacidade do empresário de adimplir seus pagamentos mensais (“PMT’s”), já que sua remuneração vem da diferença entre o custo de captação das operações passivas e os juros cobrados nas operações ativas, chamado de *spread* bancário. Nessa relação de confiança, é de grande relevância a transparência com que ele consegue enxergar a situação financeira do tomador.

A ausência dessa transparência ganhou um nome: assimetria de informação, mencionada pela primeira vez por George Akerlof (1970) e seu famoso exemplo do mercado de “limões”, hoje usado universalmente na literatura econômica¹². No mercado financeiro, a assimetria

¹² Para ilustrar esse conceito, Akerlof descreve um exemplo que se tornou famoso na literatura, que é o mercado de carros usados. Nesse mercado temos carros funcionais e temos carros ruins, esses últimos chamados vulgarmente de “limões”. O consumidor nesse mercado não sabe se certo carro é um “limão”, mas seu vendedor sabe. Nós chamamos esse desnível de dados entre dois agentes econômicos que estão em uma relação econômica de assimetria de informação. Eventualmente, os vendedores de bons carros se afastarão do mercado, já que são os preços são forçados para baixo pelos vendedores de “limões”. O mercado de carros usados verá uma redução gradativa na qualidade dos seus produtos até, levando essa tese ao limite, se tornar um “mercado de limões”.

presente na relação entre financiadores e tomadores de crédito é chamada de “*financing gap*”, e existe porque a tomadora naturalmente sabe mais sobre sua própria saúde financeira do que o banco financiador (HALL & LERNER, 2010)¹³.

Esse *gap* é mais presente quando bancos estão tratando com pequenas empresas do que com grandes companhias, já que essas últimas costumam apresentar mais informações publicamente ao mercado (ex: demonstrações financeiras auditadas). Em outras palavras, quanto menor o porte da tomadora, maior a assimetria de informações. Naturalmente, bancos levam o *financing gap* em consideração quando determinam os juros que cobrarão das pequenas empresas, precificando e imbutindo o risco de a empresa ser um “limão” (HALL & LERNER, 2010). O risco é magnificado pelo fato de pequenas empresas, em comparação com companhias maiores, serem especialmente sensíveis a choques macroeconômicos adversos e mudanças regulatórias, o que, de acordo com McCahery & Vermeulen (2016), tem relação à pouca experiência, baixa produtividade, grande dependência do mercado local e altas taxas de falências.

O mercado de crédito é fortemente regulado, restringindo a vontade dos agentes econômicos em nome de um bem maior, que seria a saúde coletiva das economias que os recebem. Por essa razão, ao passo que uma operação de crédito entre banco e pequena empresa não seria desejável por riscos financeiros, ela pode não ser nem regulatoriamente permitida. Para entender as motivações da regulação precisamos dar um passo para trás, em direção a tempos financeiros mais sombrios.

Naturalmente, isso esvaziará a vontade dos agentes econômicos de consumirem nele (afinal os produtos serão de má qualidade), levando enfim à extinção desse mercado, graças à assimetria de informação.

¹³ O conceito originário do estudo de Hall & Lerner (2010) se refere à assimetria de informação entre empreendedores e investidores, mas considerando que nos dois casos a natureza da operação envolve o financiamento de atividades, entendemos que é seguro aplicar o mesmo raciocínio de *financing gap*.

A Crise de 2008 foi uma recessão mundial causada pela negligência (intencional ou não) de alguns agentes da ponta vendedora, intermediadora e compradora de ativos lastreados em créditos de hipoteca duvidosos (*subprimes*). Passada a tempestade, bancos ao redor do mundo vêm encarando grandes restrições regulatórias. No contexto dessa crise, a reformulação americana veio com o *Dodd-Frank Act*¹⁴, com objetivo de reestruturar o sistema financeiro, restaurar a confiança do público e implementar medidas preventivas contra futuras depressões¹⁵.

Arnoldo Wald (2014) e Paula Forgioni (2009) sustentam que um mercado não fluirá em alocação ótima de recursos com ausência total de regulação externa, em razão do poder de monopólio e de captura exercido pelos agentes dominantes. Ainda segundo Wald, o Banco Central do Brasil é referência mundial de uma autarquia por conciliar regulação e liberdade dos agentes financeiros. Por exemplo, temos o IX da Resolução CMN nº 1.559, vedando que instituições financeiras realizem operações que não atendam aos princípios de seletividade, garantia, liquidez e diversificação de riscos, sendo tal regra abrangente e deixando a critério dos regulados a melhor forma de segui-las. Também temos, de acordo com Yanaka & Holland (2014), a obrigação do CME: capital mínimo exigido, valor que bancos devem provisionar a cada operação, variável de acordo com o risco envolvido.

¹⁴ Atualmente, o Congresso americano está avaliando o *Financial CHOICE Act* que, se implementado, afastará diversos marcos regulatórios do *Dodd-Frank Act*. O presidente Trump e demais apoiadores da reforma entendem que a recuperação dos Estados Unidos após a Crise de 2008 foi retardada por uma excessiva regulação das atividades bancárias, reduzindo o acesso ao crédito, encarecendo seus custos de administração e impedindo aceleração da economia (FINANCIAL SERVICES HOUSE, 2017).

¹⁵ De acordo com Meirelles (2011), as medidas mais impactantes do *Dodd-Frank Act* foram: (i) criação do *Financial Stability Oversight Council*, supervisor e eventual interventor de bancos americanos; (ii) uso das restrições do Acordo de Basileia III, que determina o mínimo de capital provisionado por bancos para situações de *stress*; (iii) vinculação de operações com derivativos a uma contraparte central (vulgarmente falando: compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores); (iv) maior fiscalização das agências de *rating*; (v) limitação do direito de bancos operarem com ativos em carteira proprietária (*Volcker's Rule*); e (vi) supervisão mais rígida para bancos que ultrapassarem US\$ 50 bilhões em ativos, em razão dos conceitos de *bail-out* e *too big to fail*.

Para mitigar tanto o risco financeiro quanto o custo regulatório, o banco pode exigir garantias, sejam elas reais (que são “coisas”, ex: imóveis, valores mobiliários e direitos creditórios) ou fidejussórias (aval e fiança). Enquanto garantias reduzem o risco do banco perder o crédito concedido se a tomadora quebrar, elas também reduzem o valor de capital que deve ser provisionado na operação. A Circular BACEN nº 4.193, por exemplo, traz cálculos que reduzem o capital mínimo exigível de acordo com a qualidade da garantia.

Pensando em uma *startup* embrionária que dificilmente terá ativos para oferecer como garantia, uma eventual operação de crédito não seria só altamente arriscada para o banco, mas ainda regulatoriamente onerosa em razão do capital mínimo exigível. A concessão de crédito sem garantia até acontece no mercado, mas com viés para grandes companhias cujos patrimônios e regimes de transparência conferem segurança ao banco de que seus PMT's serão adimplidos. Conseguimos observar isso nos Estados Unidos: apesar dos níveis de crédito para grandes companhias estarem quase recuperados da crise, a disposição de bancos para pequenos negócios ainda não voltou a níveis pré-*Dodd-Frank Act* (LERNER & SCHOAR, 2016).

1.2.Mercado de Capitais e Equity Crowdfunding

Considerando esses entraves financeiros e regulatórios, concluímos que o mercado de crédito dificilmente será viável para *startups* embrionárias. No entanto, há um mercado concebido como alternativa para o financiamento bancário, por diversas razões, que é o mercado de capitais. Ao invés de as empresas tomarem crédito e tornarem-se devedoras do agente superavitário via intermediação, elas podem ir ao mercado de capitais e captar recursos diretamente do público (EIZIRIK, 2011). Já que não há a intermediação clássica dos bancos fora do papel de *underwriter*, Otávio Yazbek (2007, p. 87-89) ensina que esse é o mercado da

intermediação, fundamental para compartilhar os riscos da atividade com terceiros, reduzindo o ônus do sócio da empresa e estimulando a atividade econômica¹⁶.

Os instrumentos emitidos pelas empresas no mercado de capitais para captar recursos do público são chamados de valores mobiliários: investimentos no âmbito associativo; de empréstimo; ou a título de especulação, oferecidos diretamente ao público e sobre os quais os investidores não têm controle direto, e cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro (MATTOS FILHO, 1985, p. 49) e definidos taxativamente no art. 2º da Lei nº 6.385/76. Salvo poucas exceções, os valores mobiliários são emitidos por sociedades anônimas, na forma da Lei nº 6.404/1976.

O valor mobiliário majoritariamente usado para compartilhar o risco do negócio são as ações. Conforme Valdir Lameira (2001), em seu estudo sobre estrutura de capital das sociedades anônimas, a companhia poderá realizar ofertas de ações para os seus acionistas, ofertas de ações para o mercado de forma pública e indistinta, ou ofertas de títulos de dívida, os quais dividem semelhanças com operações de crédito pelo investidor não tomar o risco do negócio, mas tão somente o risco de crédito¹⁷.

¹⁶ Em relação aos demais objetivos do mercado de capitais, Eizirik (2011) ensina que a captação de recursos da poupança popular também serve para: (i) aglutinar pequenos montantes de capital compostos por diversos poupadores em grandes e consolidados montantes com mais segurança e liquidez; (ii) agilizar a transferência de recursos, dando aos valores mobiliários a característica de unidades monetárias aptas à circulação em massa, assim como a própria moeda; e (iii) reduzir a assimetria de informação entre superavitários e deficitários, servindo como pólo de dados econômico-financeiros e medindo oferta e demanda dos valores mobiliários.

¹⁷ Contrapondo o mercado de crédito e mercado de capitais, bem como o custo que cada um deles representa para a empresa tomadora, tangenciamos uma discussão em voga na academia e no mercado atualmente: o problema da *optimal capital structure* (estrutura ótima de capital), e como uma empresa pode verificar se deve buscar recursos em capital próprio (sócios) ou em capital de terceiros (credores). Yazbek (2007, p. 95) ensina que esse dilema não envolve apenas questões financeiras, mas também questões políticas decorrentes dos direitos de participantes do empreendimento. O debate envolto nessa questão é extremamente rico, mas foge o escopo do presente trabalho.

Em que pese ser alternativa ao mercado de crédito, entendemos que o mercado de capitais também não é viável para *startups* embrionárias. Não só o mercado de capitais brasileiro ainda é incipiente até para grandes companhias, mas *startups* embrionárias dificilmente conseguirão fazer frente aos custos necessários. Grande razão para isso é que sociedades anônimas são proibidas de usufruir do Simples Nacional, regime tributário benéfico a micro e pequenas empresas instituído pela Lei Complementar nº 123 (“Lei do Simples”). Na prática, ela oferece um recolhimento mensal unificado, simplificado e reduzido que abrange IRPJ, CSLL, PIS, COFINS, entre outros (art. 13 da Lei do Simples). Sem o Simples Nacional, há uma carga tributária fortemente maior para sociedades anônimas.

Além disso, o alto custo regulatório envolvido no regime de transparência de informações exigido pela CVM torna extremamente oneroso a presença de *startups* no mercado de capitais¹⁸. Isso porque, para ser autorizada a emitir valores mobiliários, a *startup* precisaria cumprir um regime de transparência de informações exigido pela CVM (EIRIZIK, 2011). Por essas razões, o mercado de capitais ordinário dificilmente serve para *startups* embrionárias, melhor deixado para uma oferta pública de ações no mercado em *later stage*, como a Netshoes e Buscapé fizeram. No entanto, há uma exceção no mercado de capitais “extraordinário”.

Recentemente, vimos ascender um novo *player* no mercado de capitais voltado para jovens *startups*. Surgindo de “vaquinhas” virtuais onde o público em geral poderia doar valores sem retorno em nome de diversas causas, foram criadas as bases do *Equity Crowdfunding* (“*Crowdfunding*”): uma forma de financiamento coletivo exclusivamente em meio virtual, na

¹⁸ Também vimos essa dificuldade no exterior: buscando mitigá-la, foi promulgado em 2012 nos Estados Unidos o *Jumpstart Our Business Startups Act* (“*JOBS Act*”), legislação que flexibiliza as regulações impostas pela Securities and Exchange Commission (“SEC”) para facilitar o acesso ao capital por pequenos empreendimentos (SEC, 2016). A National Venture Capital Association (“NVCA”) também está ativamente conduzindo tratativas com o governo dos Estados Unidos para facilitar o IPO de *startups* (NVCA, 2017).

qual uma empresa é apresentado ao público como opção de investimento (FGV, 2016). Só em 2015, a CVM realizou quarenta e três dispensas de registro em ofertas de *Crowdfunding* nessa estrutura, com uma média de captação aproximada em R\$ 525 mil, sendo apenas quatro que ultrapassaram o montante de R\$ 1 milhão (FGV, 2016).

A oferta de valores mobiliários via *Crowdfunding* é coordenada por uma plataforma: pessoa jurídica autorizada pela CVM que atua como ponte entre investidor e empreendedor e cumpre os deveres de receber os dados relevantes da pequena empresa, *due diligence* da documentação recebida, prestação de informações à CVM e aos investidores, entre outras. Tomando como exemplo algumas plataformas ativas no mercado brasileiro, temos Broota¹⁹, Eqseed²⁰ e Urbe.me²¹. As ofertas públicas de *Crowdfunding* vinham sendo implementadas no Brasil para micro e pequenas empresas (nos termos da Lei do Simples), graças a uma exceção na Instrução CVM nº 400, mas ainda havia muita incerteza regulatória.

Esse cenário foi melhorado com a Instrução CVM nº 588, de 13 de junho de 2017 (“ICVM 588”), que finalmente regulamentou expressamente o *Crowdfunding* brasileiro e permitiu que *startups* com até R\$ 10 milhões em faturamento sejam elegíveis. O processo de discussão com o mercado começou desde a Audiência Pública SDM nº 06/16, onde houve manifestações em diversas questões, inclusive reivindicando a blindagem da plataforma contra responsabilidade por fraudes do empreendedor que não poderiam ser detectadas por *due diligence*. A avaliação do *Crowdfunding* brasileiro não está no escopo do presente estudo, especialmente considerando novidades regulatórias, então não faremos juízo de valor sobre sua existência e peculiaridades²².

¹⁹ BROOTA. Disponível em <<https://www.broota.com.br/>>. Acesso em 28.05.2017.

²⁰ EQSEED. Disponível em <<https://eqseed.com/>>. Acesso em 28.05.2017.

²¹ URBE.ME. Disponível em <<http://urbe.me/>>. Acesso em 28.05.2017.

²² Em que pese o direcionamento do *Crowdfunding* para *startups* embrionárias, alguns autores ainda o criticam por entender que há conflito de interesse decorrente da relação plataforma-investidor. Considerando que plataforma de *Crowdfunding* é remunerada por taxa variável de acordo com o volume levantado para cada *startup*,

Partindo da premissa de que o mercado de crédito e de capitais não são alternativas viáveis para *startups* embrionárias, devemos nos tornar a um mercado paralelo a eles, povoado por investidores especialmente interessados em atividades inovadoras com alto risco e alto retorno, agregando valor com capital e com valorosa *expertise* estratégica e comercial. Estamos falando de um mercado que vem recebendo cada vez mais atenção da academia e pesquisadores (BPIFRANCE, 2016), que é a indústria de investimentos *Venture Capital*.

1.3. *Venture Capital*

Os investidores do mercado de *Venture Capital* procuram *startups* inovadoras para investir com chances de retornos exponenciais no futuro, mediante instrumentos de compra, opção, ou dívida conversível em participação, todos de caráter fundamentalmente finito. Esse mercado parece ter sido estimulado até pelas dificuldades econômicas sofridas pelo Brasil desde 2014, em razão (i) do surgimento de *startups* mais inovadoras; (ii) da desvalorização sofrida pela real ao longo da crise (47% em 2015), tendo em vista que muitos gestores do setor captam recursos em dólares e euros para investir nas *startups* locais; e (iii) do fato de muitos executivos estarem largando suas posições em grandes companhias para buscar novas oportunidades (MENEZES, 2017).

Em 2015, o volume total de investimentos em *Venture Capital* no Brasil foi de R\$ 1,1 bilhão para *startups*, distribuídos em noventa e seis operações de investimento, um volume muito inferior aos mercados americanos e europeus (ABVCAP, 2017). No mesmo ano, o setor

já foi defendido por Le Merle & Le Merle (2015) que ela pode ser incentivada a ofertar *startups* sub-ótimas meramente para aumentar sua remuneração. Lord & Mirabile (2016) se alinham à crítica, afirmando que esse risco seria agravado pelo fato de, via de regra, o investidor ter pouco acesso ao processo de seleção e monitoramento das *startups* do portfólio. Não é a ambição do presente estudo se posicionar sobre esse conflito, mas tão somente alertar sobre a sua existência.

de saúde e farmácia representou 38% do total de investimentos do *Private Equity* e *Venture Capital* distribuídos em vinte e duas empresas, especialmente em razão de alterações legislativas na Lei do SUS. Essa permissão legal também influenciou os desinvestimentos no setor, que chegaram a 80% do total das saídas em 2015. Em paralelo, 12% dos investimentos foram para a área de educação, distribuídos em treze empresas (KPMG & ABVCAP, 2016).

Em 2016 e 2017, também conseguimos observar um grande aumento na relevância das *fintechs*: *startups* voltadas à inovação no sistema financeiro como Nubank (que recebeu R\$ 200 milhões na maior operação de 2016) e GuiaBolso²³. Parte dessa atenção é regulatória: a CVM instituiu em junho de 2016 o FinTech Hub (Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras) para acompanhar o desenvolvimento de novas tecnologias financeiras no âmbito do mercado de valores mobiliários, objetivando melhorar condições regulatórias e ações educacionais (CVM, 2017)²⁴.

De acordo com Lobo & Potenza (2016), os *players* mais conhecidos (mas não os únicos) desse mercado são os Fundos *Venture Capital*, veículos em que investidores de papel passivo aportam capital para um agente de papel ativo. Esse gestor, ainda segundo os autores, é então responsável por investir o capital aportado em *startups* inovadoras que ofereçam boas perspectivas e que, decorridos o prazo de investimento (costuma ser de dez a treze anos),

²³ Em 2016, de acordo com a ABVCAP (2017), tivemos duzentas e quarenta e quatro *fintechs* no Brasil, e suas principais atividades eram a prestação de serviços voltadas a meio e facilitação de pagamentos (32%), gestão financeira (18%), empréstimos (13%) e investimentos (13%). Do total, 80% têm consumidores pagantes, 10% têm mais de 50 funcionários, 7% têm mais de 100 funcionários e 72% receberam investimentos (dos quais 14% foram operações acima de R\$ 20 milhões).

²⁴ A ascensão do *eCommerce* foi fator relevante para *fintechs*. No caso da Netshoes, por exemplo, 32,2% dos pedidos recebidos vieram de aparelhos móveis (SEC, 2017), demonstrando maior penetração de *smartphones* e maior demanda pela facilitação de meios de pagamento. Por outro lado, *fintechs* ainda criticam diversas regulamentações vigentes, tais como: (i) regulação atual do Banco Central para meios de pagamento; (ii) limite de 12% a.a. da Lei da Usura, forçando parceria da *fintech* com uma instituição financeira (que não precisa obedecer esse limite) para conceder crédito; e (iii) falta de definições e limites claros sobre o “robô investidor”, dificultando *fintechs* de gestão patrimonial (CVM, 2017).

consigam grandes retornos para os seus investidores. No Brasil, a estrutura para formar um Fundo *Venture Capital* é o fundo de investimento em participações (FIP), regulado pela Instrução CVM nº 578 (ABVCAP, 2017).

No entanto, Fundos *Venture Capital* historicamente pouco se interessam por *startups* embrionárias e riscos envolvidos nessa etapa²⁵ por diversas razões. Primeiramente, seus gestores precisam investir grandes volumes de capital em cada operação para conseguir os retornos demandados por seus investidores²⁶ (LOBO & POTENZA, 2016; WILSON, 2015). Ainda, a *due diligence* de potenciais investidas é muito onerosa, de forma que investir pequenos valores dificilmente vale a pena (MCKASKILL, 2009). Além disso, seus gestores enfrentam certo risco de imagem, já que podem ter sua reputação maculada no mercado por más decisões de investimento, problema esse decorrente da relação principal-agente²⁷.

Além das razões acima, que são internas ao Fundo *Venture Capital*, também temos razões externas a ele, que são (i) *financing gap* entre o fundo e a *startup*, majorada pelo fato de ela estar em estágio *seed*; (ii) seleção adversa no mercado dessas *startups*, como consequência da falha anterior; e (iii) altos custos de transação²⁸ para mitigar os problemas anteriores.

²⁵ Entre 1997 e 2007, Fundos *Venture Capital* americanos investiram apenas 2% do seu patrimônio comprometido em *startup* em estágio embrionário (WILTBANK & BOEKER, 2007). Já entre 2007 e 2015, esse percentual foi de 4% (BPIFRANCE, 2016).

²⁶ Em 2015, o valor médio investido por operação por Fundos *Venture Capital* americanos foi de US\$ 13,4 milhões, e por fundos israelenses foi de US\$ 8,1 milhões (BPIFRANCE, 2016). Já o investimento médio de Fundos *Venture Capital* brasileiros em 2015 foi na média de R\$ 12 milhões, havendo 96 operações ao todo (ABVCAP, 2017).

²⁷ A relação principal-agente pressupõe a existência de dois contratantes: proprietário do capital (principal) e administrador do capital (agente). O conceito é ancestral: Adam Smith (1876), na sua obra clássica *Investigação Sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, já dizia que não se pode esperar que o administrador dos recursos alheios empregue o mesmo grau de eficiência e vigilância que ele empregaria se estivesse gerindo seus próprios recursos. Em razão dos problemas de agência, enfrentamos o risco moral. A posição privilegiada do agente, conforme ensina Yazbek (2007) e Lameira (2001), pode fazer surgir situações de conflito de interesse que poderão motivá-lo a agir em benefício próprio, até em detrimento do principal.

²⁸ Conceito clássico do *Law and Economics* dado por Kenneth Arrow, significando todos os recursos (não só financeiros) despendidos para (i) identificar e medir os preços relevantes, que nem sempre são identificáveis; (ii) negociação e estabelecimento dos contratos; e (iii) fiscalização e *enforceability* das transações (WILLIAMSON, 1985).

Em razão desses entraves internos e externos, existe no mercado o que chamaremos nesse estudo de *seed gap*: uma ausência de financiamento para *startups* embrionárias que já depletaram seus recursos iniciais, mas que ainda assim não conseguiram atingir o ponto de maturação ideal para atrair atenção de Fundos *Venture Capital*. Provavelmente, seus recursos iniciais foram insuficientes porque *love money* não costuma agregar valores como mentoria, experiência e *networking* (SPINA, 2011, p. 38-39); e *survival money* sustenta *startups* por pouco tempo e possivelmente com limitado poder de *networking* (YE & ZHONG, 2009).

Para superar o *seed gap* e ajudar as *startups* de estágio embrionário a vencerem o famigerado “vale da morte”, surgiram agentes com grande patrimônio dispostos a financiar jovens *startups* de alto potencial, na forma de participação direta ou de dívida conversível em participação (SHANE, 2008), e dispostos também a agir como mentores da equipe fundadora (LOBO & POTENZA, 2016), investindo sozinhos ou em grupos e associações (CAPIZZI et al., 2016). Chamamos esses grandes agentes de investidores anjos, e finalmente chegamos ao objetivo do presente estudo.

2. INVESTIMENTO ANJO: O *SEED GAP* DO MERCADO DE INOVAÇÃO PODE SER PREENCHIDO

A vontade dos anjos de estruturarem o crescimento de jovens *startups* pode se dever ao fato de muitos deles serem ex-empresários, de acordo com Morrisette (2007). Em estudo de Wiltbank & Boeker (2007), 85% dos anjos da pesquisa tiveram pelo menos três anos de experiência empreendedora, e a média era de 14,5 anos por anjo. Falamos aqui de um ciclo virtuoso em que empreendedores bem-sucedidos com suas ideias poderão se tornar investidores e mentores de novos empreendimentos. Foi essa série de ciclos que criou o Vale do Silício, e

ela que poderá estabelecer as fundações do empreendedorismo no Brasil como referências mundiais (LOBO & POTENZA, 2016).

Alguns estudos indicam que os primeiros anjos remontam ao século XX: nos Estados Unidos, que investiam em eventos na *Broadway* e participavam do seu risco (SPINA, p. 28-29). Alguns anjos da época também viram os US\$ 41,5 mil dólares que investiram em Henry Ford se tornarem US\$ 145 milhões em quinze anos. Outros estudos apontam até para o século XV, quando a Rainha Isabella I da Castila financiou a expedição de Cristóvão Colombo (MORRISETTE, 2007).

Esses homens de negócio excepcionais não se limitam a meramente investir seu capital, mas também agregam seu conhecimento comercial e rede de contatos para as iniciativas que considerarem promissoras (LERNER & SCHOAR, 2016). Anjos são mais propensos a seguir uma regra de *timing* diferente de Fundos *Venture Capital*: quanto mais cedo for realizado o investimento na empresa, maior e mais arriscado será o potencial de lucro sobre o investimento (ANJOS DO BRASIL, 2016), e são os anjos que se fazem mais presentes nos estágios embrionários das *startups*. Por essa razão dizemos que os anjos são a maior resposta ao *seed gap*, capitalizando jovens *startups* que ainda não estão maturadas o suficiente para receberem a atenção de investidores institucionais mais avançados²⁹.

²⁹ Em razão disso, poderíamos pensar que a relação entre anjo e fundo é de complementariedade, mas há argumentos para entendê-la como de substitutibilidade. De acordo com alguns autores, quando uma startup chega no ponto de ser investida por um Fundo *Venture Capital*, o empreendedor pode ser incentivado a conspirar com o fundo para, juntos, pressionarem o anjo a diminuir seu poder ou participação, já que ele “serviu seu propósito” a essa altura da vida da *startup*. Hellman & Thiele (2015) e Jeffrey Leavitt (2005) entendem que esse risco poderia causar o esvaziamento do mercado de anjos, e, conseqüentemente, do mercado de empreendedores, em verdadeiro efeito dominó da seleção adversa, bem como falam de diversos agravantes e mitigadores para esse risco. Essa é uma discussão rica e atual, mas foge ao escopo do presente estudo. Além disso, não há grande relevância prática no Brasil, já que nosso ecossistema pouco amigável à inovação tem o efeito de o anjo ser visto pelo Fundo *Venture Capital* como *gatekeeper* em ecossistemas menos amigáveis ao empreendedorismo (LERNER et al., 2016), bem como de um mercado enxuto onde a reputação de um agente conspirador poderia destruir qualquer possibilidade de futuros negócios, colocando o infrator em uma “lista negra” (SPINA, 2011, p. 75) e tornando pouco lucrativa a escolha de prejudicar outrem para maximizar os ganhos de uma única operação.

Ao contrário de Fundos *Venture Capital*, que investiram 81% dos seus recursos em *startups* com bases tecnológicas entre 1980 a 2004 (SHANE, 2008), anjos são mais versáteis quanto às áreas de atuação das suas investidas, preferindo ser norteados pelos segmentos em que possuem mais experiência profissional (MCKASKILL, 2009), tais como varejo, saúde, infraestrutura, construção civil, entre diversos outros. De acordo com estudos, anjos que deram mais valor a tal quesito na seleção de *startups* conseguiram o dobro do seu retorno habitual (WILTBANK & BOEKER, 2007). Em 2016, os setores que mais atraíram investimento anjo nos Estados Unidos foram *software*, com 25% do total, saúde, com 20% do total, e varejo, com 14% do total (SOHLS, 2017).

Naturalmente, percebemos que as duas áreas com maiores percentuais da tabela acima possuem maior afinidade com tecnologia, no mercado dos anjos dos Estados Unidos nós percebemos uma afinidade maior por tecnologia do que por outras áreas, mas ainda há certa variedade. Por outro lado, anjos brasileiros são ainda mais enviesados a *startups* de tecnologia (com biotecnologia em segundo lugar), então ainda não há tanta versatilidade³⁰. Essa preferência vem da escalabilidade e necessidade de um volume de capital relativamente baixo, conforme verificamos nos números trazidos em relatório KPMG & ABVCAP (2016)³¹.

³⁰ De acordo com entrevista dada por Cássio Spina, a atenção dos anjos brasileiros ainda é muito voltada para *startups* de tecnologia da informação, com algumas áreas em paralelo como agronegócio, saúde e educação. No entanto, o autor também ressalva que o ideal é a expansão gradual dos investidores para outros setores de interesse, tanto para fins de diversificação do risco quanto para desenvolvimento do mercado no geral (LIRA, 2016).

³¹ Do total de investimentos de *Venture Capital* no Brasil (R\$ 18,5 bilhões), os maiores volumes foram 38% foi para saúde e medicamentos, distribuídos em 22 empresas, 12% foi para educação, distribuídos em 13 empresas e 11% para o setor de energia, distribuídos em 6 empresas. O volume destinado para empresas de tecnologia da informação foi apenas 3%, mas foi distribuído em 41 investidas, um número quase igual à soma dos outros três. Em outras palavras, foram relativamente muitos investimentos com pouco capital por operação.

Em outra divergência entre anjos e Fundos *Venture Capital*, temos as diferentes estilos com que eles exercem suas influências sobre as *startups*. Seguindo a linha de mentores, anjos preferem direcionar os rumos das suas investidas por controle mais informal, consistente em alto envolvimento mediante visitas rotineiras, conversas/aconselhamentos frequentes com os fundadores e outras táticas mais baseadas na consultoria e confiança do que em mecanismos contratuais, razão pela qual chamamos essas práticas de *soft monitoring* (BONINI et al., 2016).

Por outro lado, Fundos *Venture Capital* usam táticas de *hard monitoring*, que são mecanismos contratuais e societários para influenciarem a atuação dos empreendedores (MCKASKILL, 2009). No caso a caso, essas táticas se mesclam. Um exemplo recorrente no próprio Brasil é o uso de cláusulas de vencimento antecipado de mútuo conversível para diversas hipóteses, que, na prática, precisam da aprovação prévia do investidor anjo, conforme estudaremos mais adiante. Anjos são mais adeptos ao *soft monitoring* porque a mentoria é justamente o conceito que os faz tão valorosos para as *startups*. De acordo com Politis (2008), anjos trazem *networking*, *coaching* profissional, direcionamento estratégico e valores empreendedores aos líderes da startup. Uma vez que esses investidores agregam valor de forma muito além de meramente capital, chamamos esse tipo de investimento de *smart money* (conceito aplicável a qualquer investidor de *Venture Capital* que ofereça suporte além de meros recursos financeiros).

O reflexo dos anjos no mundo empreendedor é notório. De acordo com matéria publicada na *Harvard Business Review* por Lerner et al. (2016), *startups* apoiadas por capital anjo têm 14% a 23% de chance a mais de sobreviverem aos próximos 1,5 a 3 anos e conseguirão gerar 40% mais empregos em comparação a *startups* sem capital anjo. Ainda, investimento anjo

também aumenta de 10% a 17% a chance de uma saída de sucesso para o empreendedor, além de aumentar a chance de ele receber novos investimentos.

Anjos não parecem ser movidos apenas pelo retorno financeiro. De acordo com Wetzel (1987), grande parte do seu *payoff* é a satisfação pessoal de participar ativamente em uma jovem *startup*, ajudando-a a alcançar grandes voos, sentimento que Lord & Mirabile (2016) denominam como “*psychic income*”. Sua existência é natural, especialmente considerando o passado de muitos deles como ex-empresendedores. Considerando que esse passado não costuma existir em Fundos *Venture Capital*, é possível que anjos sejam mais motivados por *psychic income* do que tais fundos, posição defendida por Morrisette (2007) e por estudo da BPIFRANCE (2016).

Essas motivações dos anjos podem ser altruístas, ajudando *startups* com proposta de impacto social relevante como criação de empregos, energia sustentável, entre outros³², como também podem ser hedonistas, dando ao investidor a chance de mostrar sua investida de sucesso como um troféu para o mundo (HILL & POWER, 2002, p. 52). Também há o prazer de ser aceito em um círculo social de investidores talentosos, que estão em contato e investindo constantemente em *startups* promissoras (BONINI et al. 2016). Falamos aqui de anjos que se filiam a grupos de investidores, ganhando diversos benefícios no processo.

2.1. Associações de anjos e investimentos sindicalizados

É crescente ao redor do mundo a onda de associações de investimento anjo, que são grandes pólos de *networking* para que anjos tenham acesso uns aos outros e às oportunidades

³² Ressaltamos que não há como saber se todos os investidores que afirmaram priorizar motivações altruístas se sentem realmente dessa maneira, ou se apenas responderam nesse sentido para serem ilustrados nas pesquisas sob uma luz positiva.

que carregam. É o caso da Anjos do Brasil, associação brasileira que oferece diversos congressos, debates, treinamentos, artigos e mais material voltado à disseminação desse investimento de risco (ANJOS DO BRASIL, 2017)³³. Esses anjos que se coligam podem contar com outras fontes de acesso a *startups*, sem prejuízo de também investirem sozinhos. As associações oferecem oportunidades de investimento, *coaching*, assessoria jurídica, contábil e administrativa, entre outros (BONINI et al., 2016).

Seus níveis de formalidade variam, podendo a associação servir como mero clube, mas também ela podendo ser um veículo de co-investimento (também chamado de investimento sindicalizado), costumeiramente coordenado por um investidor-líder em cada operação, que tomará as decisões principais, representará o grupo no impacto na gestão da *startup* (mas contanto com toda a *expertise* do grupo agregada para maximizar eficiência), e, naturalmente, receberá uma fatia maior do retorno (SPINA, 2011, p. 74-76). Os outros investidores poderão tomar um papel mais passivo no investimento, mas ainda poderão oferecer suas respectivas redes de contato ao empreendedor, fazendo jus ao *smart money*.

Nessa estrutura, de acordo com Lerner & Schoar (2016), anjos conseguem (i) mobilizar um grande investimento, maior do que seria possível para um deles sozinho; (ii) mitigar custos com uma *due diligence* satisfatória; e (iii) investir menos capital em cada operação, aumentando o número total de investidas e diversificando o risco. Os anjos também conseguem investir em mais áreas de indústria com a *expertise* unificada do grupo, mitigando a exposição aos desmandos de um segmento específico, conforme Le Merle & Le Merle (2015).

³³ Como exemplo do exterior, temos Angel Capital Association, British Business Angels Association, Italian Business Angels Network, European Business Angels Network, Business Angels Europe, entre outras.

Diversificação é especialmente importante porque a maior parte dos lucros de um anjo virá de alguns raros, grandes sucessos, e não de diversos pequenos desinvestimentos³⁴. Esses sucessos são naturalmente raros, logo é racional que o anjo amplie seu escopo de investidas, de acordo com Lord & Hambleton, 2016. No estudo de Wiltbank & Boeker (2007), 7% dos investimentos avaliados representaram $\frac{3}{4}$ do total dos retornos financeiros dos anjos. Geralmente, anjos têm dificuldade de diversificar sozinhos por falta de patrimônio, tempo ou *expertise* (LE MERLE & LE MERLE, 2015), entraves mitigados pelos anjos sindicalizados.

2.2. Atualidades do mercado de investimento anjo

Com a Crise de 2008, o mercado de anjos dos Estados Unidos havia sofrido certa desaceleração, sugerindo uma alta sensibilidade desse mercado em relação a condições macroeconômicas (SHANE, 2008). Atualmente, porém, tal mercado parece estar em crescimento, havendo criado aproximadamente 263 mil empregos em 2016 e, retomando os números de investimentos voltados a *startups* em estágio embrionário, que antes estavam baixos (SOHLS, 2017).

Ainda assim, muitos anjos preferem investir em *startups* que já superaram a etapa *seed*. Isso não é uma antítese: anjos são mais tendentes a investir no estágio embrionário do que outros investidores, o que não quer dizer que só investem nelas. Muitos preferem investir em empreendedores com “empresas estabelecidas”, ou até que já estão com fluxo de caixa positivo (SHANE, 2008).

³⁴ No mercado de Fundos *Venture Capital* também observamos esse fenômeno: entre os países da OCDE, 65% do portfólio de um Fundo *Venture Capital* gera 3,8% dos seus lucros, enquanto 4% do portfólio rende mais de 60% dos lucros (NANDA, 2010).

Quanto ao mercado brasileiro, a diferença do nosso ecossistema empreendedor para o americano ou europeu ainda é abissal. Em 2015, investidores de todo o mercado de *Venture Capital* investiram R\$ 1,1 bilhão em *startups* brasileiras, um grupo que considerou Fundos *Venture Capital*, anjos e outros (KPMG & ABVCAP, 2016). Em paralelo, nos Estados Unidos, foram investidos US\$ 24,6 bilhões apenas a título de investimento anjo (!), sem nem considerarmos os recursos de investidores institucionais, que via de regra investem volumes maiores (SOHLS, 2016). Traçados entendimentos sobre a natureza e atualizado do mercado dos anjos, passemos aos aspectos operacionais e jurídicos dos seus investimentos.

3. OPERAÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO: ASPECTOS JURÍDICOS

Naturalmente, qualquer investimento anjo começa com a prospecção de oportunidades, seja do investidor ou do empreendedor. Quando uma possível operação é colocada em frente a um anjo, começam discussões preliminares que determinarão se o projeto tem condições de ir em frente ou não. Cássio Spina (2011) usa uma metáfora interessante: o momento de prospecção, avaliação do plano e entendimentos preliminares é a “paquera”, dado que não há qualquer compromisso envolvido e as partes ainda estão se conhecendo e tentando alinhar incentivos para seguirem juntos.

Alguns relacionamentos comerciais entre partes demandam a abertura de informações confidenciais no decorrer da negociação, e assim elas conseguirão verificar a real viabilidade da relação pretendida. Para que a parte reveladora de informações se sinta confortável para dividir sua ideia, é fundamental que ela acredite que as informações estratégicas matrizes do negócio proposto não serão usadas com má-fé por quem se propõe a cooperar com a *startup*. Essa questão nos leva ao primeiro ponto jurídico da operação de investimento anjo.

Em negociações que envolvem informações concorrencialmente prejudiciais, é comum a parte vulnerável desejar a assinatura de um NDA para se protegerem. Tanto no Brasil quanto no exterior, essa regra dificilmente se aplica à relação entre investidor e, em que pese a preocupação natural que empreendedores têm de que terceiros usarão sua ideia (JUMPSTART, 2011). Investidores não querem a inconveniência operacional, custos (honorários) e tempo envolvidos em assinar um contrato diferente a cada operação, especialmente considerando que a esmagadora maioria das *startups* que fazem sua apresentação de negócio será rejeitada. Além disso, como diz a máxima reproduzida por Lord & Mirabile (2016) ideias boas valem “dez centavos cada dúzia”, e o que importa realmente é a capacidade de execução pelo empreendedor.

Ocasionalmente, em etapas mais avançadas da negociação, um investidor pode aceitar a assinatura de um NDA com o empreendedor (SPINA, 2011, p. 110-111) ou o contrato de investimento também poderá conter cláusula de confidencialidade (ANJOS DO BRASIL, 2016). Nesse caso, os cuidados a serem tomados pelas partes são bem tradicionais. Naturalmente, como maior interessada no sigilo, a equipe líder da *startup* deverá se atentar a como torná-lo um bom mitigador para vazamentos de informação, mas de uma forma que não engesse o investidor no seu dia a dia e reduza seu interesse em seguir em frente com a capitalização.

Pragmaticamente, haverá cláusulas delimitando do que será compreendido como informação confidencial, e que portanto será protegida pela obrigação de não revelar, prazo de vigência (determinado ou não) e obrigação de indenizar a outra parte no caso de descumprimento da confidencialidade, entre outras previsões. Superadas eventuais

divergências sobre o NDA, chega a etapa de empreendedor e investidor assinarem um *term sheet*: documento não vinculativo (mas com certo efeito moral) que formaliza as negociações iniciais entre as partes (LOBO & POTENZA, 2016), e que geralmente abarcará (i) tipo de investimento (participação ou dívida); (ii) condições precedentes; (iii) estrutura do negócio; (iv) direitos do investidor; e (v) exclusividade do empreendedor, sendo sempre ressalvado que o caso concreto determinará o que deverá ser mais especificamente dedicado nas cláusulas (ANJOS DO BRASIL, 2016).

3.1. *Due diligence*

Assinado o *term sheet*, o anjo deve passar a *startup* completamente “a limpo”. Falamos do processo de *due diligence*: uma auditoria qualitativa e quantitativa da *startup* para descobrir todos os aspectos econômicos relevantes para o negócio. Wiltbank & Boeker (2007) observaram uma significativa correlação entre a quantidade de horas gastas na *due diligence* e o lucro auferido pelo desinvestimento: anjos que gastaram mais do que a média de 20 horas no processo obtiveram percentual de retorno médio de 590% do capital investido. Por outro lado, anjos que ficaram abaixo de vinte horas trabalhadas perceberam retorno médio de apenas 110%³⁵. Logo, de acordo com Albuquerque (2012), um anjo que não faz uma *due diligence* adequada pode estar assumindo um risco incomum e desaconselhável.

A apresentação desses documentos deve tornar possível a identificação dos riscos e contingências escondidos no balanço da empresa antes do *closing* do negócio. De acordo com

³⁵ Ainda sobre tal estudo: 65% dos desinvestimentos de *due diligence* abaixo da média trouxeram e prejuízo para os investidores, enquanto apenas 35% dos desinvestimentos de *due diligence* acima da média retornaram capital abaixo do que foi investido originalmente. Por fim, onde o contraste é mostrado de forma mais intensa, foi revelado que as saídas de investimentos de *due diligences* mais longas que 40 horas (um quarto da amostra) ofereceram retornos aos anjos de 710% do capital investido em média (WILTBANK & BOEKER, 2007).

Lobo & Potenza (2016), a lista costuma ser dividida em duas partes: (i) comercial/financeira, checando a exatidão das informações contábeis e passivos, bem como natureza, valores e ônus dos seus ativos; e (ii) jurídica, checando riscos (regulatório, ambiental, trabalhista, tributário, previdenciário, consumerista, contratual e *compliance*), procedimento societário específico para autorizar a operação, bem como eventual necessidade de *waiver* de terceiros no exercício de controle externo.

Além desses quesitos mais concretos, considerando que uma startup em estágio embrionário possuirá pouca ou nenhuma estrutura, o anjo estará preocupado com a viabilidade da operação e rentabilidade futura. Conforme vimos em Lord & Mirabile (2016), uma ótima ideia é pouco rentável se não for bem executada por uma boa equipe empreendedora, e, por isso, alguns dos aspectos mais relevantes para os anjos são: entusiasmo, confiabilidade e *expertise* (OSNABRUGGE & ROBINSON, 2000); e tenacidade, inteligência racional/emocional, e carisma/presença (LORD & MIRABILE, 2016).

Em relação ao negócio em si, segundo Cássio Spina (2011, p. 90-98), serão avaliados a capacitação do empreendedor, o projeto/modelo de negócio, estudo de mercado, definição de público-alvo, estratégias de divulgação, criação e teste com protótipo do produto oferecido, e seus ativos intangíveis³⁶. O *tradeoff* de uma *due diligence* aprofundada é o custo de tempo e dinheiro que o anjo irá investir em um negócio que poderá nem avançar, mitigados pelo co-investimento anjo, conforme vimos em McKaskill (2009) e Bonini et al. (2016).

³⁶ Lord & Mirabile (2016) indicam três fases na *due diligence* que o anjo conduz na *startup* que pretende se tornar uma investida: identificar riscos-chave que ele enfrentará; desenvolver (se ainda for viável depois da etapa anterior) a tese de investimento; e estabelecer no que ele precisa acreditar (*what needs to be believed?*), depois de contrabalançar riscos com boas perspectivas, para consumir o investimento.

Por fim, avaliando todos esses indicativos e pesquisa, conseguimos concluir que a *due diligence* é técnica fundamental que integra as melhores práticas do investimento anjo. Uma vez finalizada (ou ainda em paralelo), e o anjo satisfeito com os resultados encontrados, chegará o momento da negociação final do preço a ser pago e o percentual de participação concedido em troca, já com o arcabouço de informações colhidas. De acordo com Raupp & Warken (2009), o resultado da *due diligence* traz um dos maiores atritos para entre investidor e empreendedor, que é exatamente o quanto seu resultado afeta o *valuation*.

3.2.Valuation

O valor do aporte do investimento anjo sempre variará, se baseando em condições particulares do investidor e em condições macroeconômicas³⁷. No Brasil, os primeiros investimentos anjo costumam oscilar entre R\$ 50 mil a R\$ 1 milhão, ficando na média de R\$ 250 mil a R\$ 500 mil (SPINA, 2011), ou de R\$ 50 mil a R\$ 500 mil associados a uma expectativa de retorno de 40% a.a. (ANJOS DO BRASIL, 2016). O valor investido pelo anjo terá relação direta com a participação que ele receberá na *startup*.

O valor atribuído pelo investidor a uma *startup*, que equivale ao valor que ele aportará em troca de uma participação pré-determinada, se chama *valuation*. Nela, o anjo verifica se as projeções da *startup* são alinhadas com a sua expectativa de retorno, especialmente quanto ao *timing* do desinvestimento e futuras rodadas. Para isso, ele projeta o valor que espera conseguir no desinvestimento e o percentual de participação que terá na investida naquele momento. Por

³⁷ No exterior, percebemos diversas faixas apontadas por pesquisas acadêmicas. Por amostragem, vejamos alguns exemplos: Lord & Mirabile (2016) estimam entre US\$ 50 mil e US\$ 75 mil nos Estados Unidos, enquanto Bonini et al. (2016) estimam entre € 100 mil e € 300 mil na Itália. Grupos de anjos também participam dessa questão com suas opiniões profissionais: Lord & Mirabile (2016) sugerem que qualquer investimento anjo inicial deve oscilar entre US\$ 10 mil e US\$ 50 mil, enquanto Sohls (2016) apontou que a média nos Estados Unidos foi de US\$ 150 mil a US\$ 500 mil.

conta dessa dependência em fatores incertos, Cássio Spina (2011) diz que parte desse processo é uma atividade de “adivinhação”.

A avaliação leva em conta dois valores: *premoney valuation*, que é o valor da *startup* antes de receber investimento, e *postmoney evaluation*, que é o valor projetado para ela depois de ser capitalizada pelo anjo (LOBO & POTENZA, 2016), levando em conta futuras diluições. Para mitigar eventuais discordâncias entre tais valores, as partes podem acordar em um *valuation* intermediário entre suas opiniões com uma cláusula de reajuste futuro de participação: se as projeções do empreendedor forem as que mais corresponderem à realidade ao longo da vida da *startup* a sua participação será majorada de forma proporcional, e vice-versa (SPINA, 2011).

Naturalmente, o anjo se sentirá tentado a impor condições mais rígidas no empreendedor (parte mais fraca), exigindo grande parcela de participação da *startup*. No entanto, isso pode trabalhar contra os dois: quanto mais participação o empreendedor ceder no início, mais cedo ele ficará excessivamente diluído nas futuras rodadas. Com isso, ele começará a perder o incentivo econômico para dirigir seu empreendimento (MCKASKILL, 2009). O estímulo do início da empreitada já não estará mais lá, porque o fundador se verá trabalhando para o sucesso dos seus investidores, e não para si mesmo. Considerando que o anjo investiu naquele empreendedor, parece razoável que ele deverá levar o fator humano e motivacional em conta no momento de debater percentuais de participação. Uma vez que as partes tenham concordado em um *valuation* e no percentual de participação, eles assinarão o contrato que formalizará o investimento na *startup*. Entendamos a natureza desse instrumento e qual a tradição do mercado.

3.3. Instrumento contratual

O mercado de anjos brasileiros se autorregulou em torno do contrato de mútuo conversível em participação societária (RAMOS et al., 2016), um modelo bem visto no exterior (MORRISETTE, 2007) e importado para o Brasil com bons resultados. Nesse contrato, o anjo aporta seu capital para a *startup* inicialmente na forma de dívida por um período determinado, com a possibilidade futura de o anjo convertê-la participação da sociedade caso queira. Caso não, ele poderá cobrar a dívida sem haver corrido o risco do negócio, ganhando posição privilegiada em eventual liquidação ou falência. Em outras palavras, o anjo consegue diferir o momento em que vai escolher participar do risco do negócio (sócio) ou só do risco de crédito (credor).

O mútuo também confere ao anjo uma posição mais discreta na *startup*. Nas sociedades limitadas, tipo societário da maioria das *startups* de acordo com Lobo & Potenza (2016)³⁸, todos os seus sócios devem constar do contrato social, documento societário aberto ao público pela Junta Comercial onde a empresa é registrada³⁹. A exposição da existência do anjo pode levar credores da *startup* a tentarem aplicar a desconsideração da personalidade jurídica para atingir o patrimônio pessoal do investidor. Ao passo que esse risco desencoraja o investimento anjo via compra direta de participação, ele é mitigado pelo uso do mútuo conversível, de natureza

³⁸ Muitas iniciativas econômicas brasileiras nascem no regime de microempreendedor individual (“MEI”), que foi trazido pela Lei Complementar nº 128 para reduzir o número de trabalhadores informais no Brasil com um sistema prático, desburocratizado e pouco custoso para regularização. O benefício de começar como MEI é um regime tributário extremamente leve, que determina um recolhimento mensal fixo de aproximadamente R\$ 50 mensais. Sendo assim, é aconselhável que o empreendedor implemente seu registro como MEI o quanto antes para evitar dificuldades administrativas ou comerciais, devendo recorrer a um especialista caso necessário.

³⁹ Essa desvantagem não existe quando a *startup* é uma sociedade anônima. De acordo com Pedro Wehrs Fernandes (2016), investidores se sentem mais confortáveis em investir em S.A.’s por essa razão, bem como por um regime de separação patrimonial mais rígido. No entanto, a sociedade anônima conta com muitos custos operacionais e tributários, já que não podem se enquadrar no regime do Simples Nacional.

eminentemente privada e que, portanto, oferece ao anjo a confidencialidade para se resguardar de execuções indevidas.

Em que pese anjos serem mais adeptos do *soft monitoring*, isso não quer dizer que eles não incluam mecanismos contratuais nos seus acordos de investimento para forçar o cumprimento de certas obrigações se necessário, mas, segundo Wong (2009) são poucos os anjos que precisam usá-las para contra-atacarem um empreendedor mal-intencionado, também sendo razoavelmente raros seus usos por anjos brasileiros. Há diversas, mas o exemplo clássico no mútuo conversível é a cláusula de vencimento antecipado: são listadas diversas obrigações positivas ou negativas do empreendedor (ex: atingir certo faturamento anual em até dois anos) que, se não cumpridas, vencerão imediatamente o empréstimo do anjo, tornando os recursos exigíveis e executáveis contra a *startup*. Naturalmente, não é o objetivo do anjo usar a cláusula para reaver seu capital, mas sim para exercer influência sobre os rumos estratégicos da *startup*, como vimos anteriormente.

Além do vencimento antecipado, Wong (2009) também cita direito de antidiluição, direito de tomada temporária de controle da gestão na ocorrência (ou não ocorrência) de certos eventos pré-determinados e poder de veto em decisões sobre certas matérias de alta relevância. Também podemos citar regime diferenciado de liquidação ou de preferência de liquidação, conforme Osnabrugge & Robinson (2000) e Lobo & Potenza (2016). Também podemos pensar em regime diferenciado de liquidação ou de preferência de liquidação, conforme Osnabrugge & Robinson (2000) e Lobo & Potenza (2016).

Por fim, assinado o contrato de investimento, começa então o período que determinará de fato o sucesso ou insucesso da operação: o dia a dia da *startup* agora que ganhou capital para

estruturar e expandir suas atividades, bem como um mentor que oferece todos os benefícios inerentes ao *smart money*, os quais já avaliamos brevemente no decorrer do capítulo. Eventualmente consumada a conversão, o anjo torna-se oficialmente um sócio da *startup*, correndo o risco do negócio junto com o empreendedor ao longo de possíveis futuras rodadas de investimento com outros players do mercado de *Venture Capital*.

3.4. *Desinvestimento*

Esse é o grande momento do investidor anjo. Depois de todo o processo de investimento, desde a prospecção até o monitoramento da *startup*, chega o momento em que ele cortará o vínculo entre anjo e grande pagamento. O desinvestimento é chamado de *exit* na literatura estrangeira porque representa o corte do vínculo societário entre anjo e empreendedor.

Como já estudamos, operações de *Venture Capital* são dotadas de um caráter finito. A ambição dos investidores não é permanecer na investida indefinidamente, mas sim maximizar o valor da participação adquirida e aliená-la no futuro com grandes retornos de capital (CAPIZZI & BONINI, 2015). Essa saída do investidor será sempre pela alienação total ou parcial da participação que detém na *startup* para terceiros. Independentemente de qual será a operação na espécie, o evento que permite ao investidor a saída do empreendimento é chamado pelos estudos do mercado, tal como da NVCA (2017) e ABDI (2011) de “evento de liquidez”. Isso porque, após anos com seu capital parado, o anjo se depara com a oportunidade de liquidá-lo com grandes retornos.

A operação que materializará o desinvestimento poderá ser um contrato de compra e venda, originado de uma oferta de aquisição formulada por terceiro, que poderá ser venda

financeira e venda estratégica, conforme ensina McKaskill (2009)⁴⁰. Alternativamente, pode haver a abertura do capital da *startup* em bolsa com emissão de ações ao público investidor, chamada de oferta pública inicial ou de *Initial Public Offering* (“IPO” no jargão do mercado). Essa operação marca o momento em que os participantes da companhia deixam de ser apenas seus fundadores e investidores privados (bem como alguns funcionários, como é praxe no exterior), e passam a ser qualquer do povo que comprar suas ações publicamente listadas.

Nos Estados Unidos, a saída de um investidor de risco via IPO é uma opção bem frequente no mundo das *startups*, graças a um mercado de capitais muito mais consolidado e aberto ao público do que o brasileiro, e uma cultura de investimentos entre investidores de varejo que veicula grandes quantidades de recursos para as companhias abertas. O surgimento de evento de liquidez pode ativar certas cláusulas padrão de mercado nos contratos de investimento anjo. Uma delas é a cláusula *tag along*, que dá ao anjo o direito de vender sua participação na *startup* junto com o empreendedor, caso um terceiro faça-lhe uma oferta de aquisição. Se o anjo exercer o direito do *tag along*, o terceiro será forçado a comprar sua participação nas condições ofertadas ao empreendedor (LOBO & POTENZA, 2016)⁴¹.

⁴⁰ Se o comprador desejar a empresa pela sua capacidade atual e potencial de gerar lucros, estaremos diante de uma venda financeira. Se o comprador for uma companhia que deseja a *startup* por vislumbrar alguma vantagem concorrencial que terá após a aquisição, será então uma venda estratégica (MCKASKILL, 2009).

⁴¹ Diferentemente de diversos institutos do nosso ordenamento, o *tag along* não é uma “jabuticaba”. Ele vem desde o *City Code* em 1968 na Inglaterra, seguido também pelo Direito francês (EIZIRIK, 2011), e a União Europeia o adota como regra geral para países-membros com a Diretiva Europeia 2004/25/CE. Dado o grande aumento no preço de aquisições do poder de controle que ele causa, o *tag along* é amplamente criticado por impedir a livre fluidez de aquisições de companhias com administrações ineficientes (OIOLI, 2015). Nessa linha, é defensável que a obrigação de *tag along* pode ser usada para proteger esses administradores fracos e causando prejuízo aos acionistas da companhia, já que não estão lucrando tanto quanto como lucrariam sob uma boa administração, mas que não podem ver um novo controlador mudar seu rumo pela barreira causada pelo *tag along*. Por outro lado, algumas aquisições (especialmente em mercados concentrados como o brasileiro) são consumadas de fato com objetivo de dismantelar a companhia adquirida (*sell for parts*), reduzindo o valor da ação a pó ao custo dos acionistas minoritários (OIOLI, 2015). Por mais rico que seja esse debate, ele foge ao escopo da avaliação do *tag along* no contexto do mercado dos anjos.

Também podemos observar a ativação da cláusula *drag along*, uma contraparte do tag along que dispensa o alinhamento de vontades entre investidor e empreendedor: se o anjo receber uma oferta de aquisição pela sua participação na *startup*, ele pode usar o *drag along* para forçar o empreendedor a também alienar sua participação ao terceiro ofertante, geralmente nos mesmos termos dados ao anjo. Em outras palavras, o anjo tem um mecanismo contratual para garantir que o poder de controle da *startup* seja repassado ao terceiro, dando assim um sentido maior à aquisição (LORD & HAMBLETON, 2016). Essa cláusula agressiva é destinada a aumentar as chances de uma saída lucrativa do investidor da *startup*, mas costuma ser acompanhada de valor mínimo para que a oferta de aquisição possa ser usada para legitimar o *drag along*.

Também temos a cláusula do direito de preferência, que garante ao anjo o direito de primeira oferta (*right of first refusal*) caso o empreendedor deseje aproveitar o evento de liquidez para sair da *startup* (LOBO & POTENZA, 2016). É verdade que existe a cláusula de *lockup*, que impede o empreendedor de sair da *startup* sem um *waiver* do anjo, mas ela nem sempre será ativada no caso concreto (afinal, como vimos, sua capacidade foi crucial para a decisão de aportar capital), bem como a equipe fundadora pode continuar na empresa como corpo gerencial, ainda dirigindo o negócio. Logo, o exercício do direito pode ser interessante para o anjo quando a *startup* ainda tem espaço para crescer antes do desinvestimento. Tomando como pressuposto as pesquisas avaliadas nesse trabalho, entendemos que o direito de preferência seria exercido para esse fim, e não para que ele tome o controle da *startup*. Parte da razão do investimento anjo é a ausência de interesse em gerenciar as questões operacionais rotineiras do negócio, preferindo coordenar seu direcionamento “macro”.

4. LEI COMPLEMENTAR Nº 155: O ADVENTO DA LEI DOS ANJOS

Constituído um arcabouço teórico para entendermos a natureza do investimento anjo, como ele surgiu, suas melhores práticas e questões operacionais, jurídicas e financeiras, conseguimos chegar à razão de ser do presente estudo: anjos brasileiros e sua nova regulação. Em 2016, os representantes do povo criaram um regime jurídico específico para o investimento anjo com a Lei Complementar nº 155 (“Lei Complementar 155” ou “Lei dos Anjos”). Essa norma incluiu os artigos 61-A, 61-B, 61-C e 61-D na Lei do Simples. Vejamos, uma a uma, as novidades que a Lei dos Anjos trouxe ao mercado.

4.1. Contrato de participação: partes, objeto e prazo

A primeira inovação trazida pela lei foi exatamente o instrumento usado para o investimento anjo. Ao invés de construir o novo regime em torno do mútuo conversível, o legislador criou o contrato de participação, um veículo híbrido pelo qual o anjo aportará recursos em uma *startup*, ganhando atributos de um sócio, mas também de um credor, conforme veremos. Em primeiro lugar, pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimentos⁴² poderão ocupar a posição de anjo nesse contrato (art. 61-A, §2º e art. 61-D). Essa permissão é conveniente para investimentos sindicalizados, onde anjos podem constituir uma *holding* para direcionar o aporte (SPINA, 2011).

⁴² Especialmente sobre o FIP, usado para constituição de Fundos *Venture Capital*, entendemos que há impedimento regulatório para usá-lo como anjo no novo regime. De acordo com os arts. 5º e 6º da Instrução CVM nº 578, o FIP só pode investir em uma empresa em que ele pode exercer impacto e influência direta na gestão. Já o art. 61-A, §4º, I da Lei dos Anjos diz que o investidor não poderá ter qualquer poder de gerência na *startup*. Tecnicamente, poderia haver uma saída baseada nos 10% de ativos que um FIP pode manter sem se atentar à exigência acima, mas também há risco de a CVM entender o contrato de participação como relação creditícia, onde o FIP também não pode investir (RAMOS et al., 2016). Logo, enquanto a regulamentação da CVM não for suplementada para conter uma exceção à Lei dos Anjos, pode haver risco de punição regulatória para um FIP que assinar contrato de participação diretamente.

Passaremos agora à avaliação da estrutura de um contrato de participação. Para facilitar sua visualização e entendimento, nós adotaremos nesse capítulo, e exclusivamente para os fins desse estudo, os modelos publicados pela Anjos do Brasil (2017) e pelo escritório de advogados Baptista Luz (2017). Usando esses documentos, nós conseguiremos uma avaliação mais “a mercado” dos mecanismos inovadores. Primeiramente, só podem ser investidas por contrato de participação as empresas inseridas no regime do Simples Nacional⁴³. Já excluimos então as sociedades anônimas, que não podem se beneficiar do regime⁴⁴.

De acordo com Cássio Spina (2011), é recomendável que conste a finalidade específica que a *startup* dará aos recursos do anjo no caso a caso (ex: compra de certo maquinário, investimento na pesquisa de certo medicamento, construção de uma rede de distribuição de produtos). Nessa linha, o recebimento desses recursos não descaracterizará o Simples Nacional, já que o aporte não terá natureza contábil de receita ou de capital social⁴⁵.

O contrato de participação é um instrumento híbrido. Ainda que por um lado ele possua características de uma compra e venda de participação societária: cálculo do retorno por apuração de haveres, participação nos lucros, direito de preferência e *tag along*, ele ainda traz algumas semelhanças a um contrato de mútuo: exclusão de responsabilidade por dívidas da investida e prazo máximo para devolução do capital (Ramos et al., 2016), conforme adiante.

⁴³ De acordo com o art. 3º da Lei do Simples: (i) microempresa, auferindo receita bruta igual ou inferior a R\$ 360 mil em cada ano-calendário, ou (ii) empresa de pequeno porte, auferindo receita bruta superior a R\$ 360 mil e igual ou inferior a R\$ 3,6 milhões (ou igual ou inferior a R\$ 4,8 milhões a partir de 2018) em cada ano-calendário.

⁴⁴ A Lei dos Anjos foi inclusive criticada pelo mercado por não haver flexibilizado esse critério para autorizar o usufruto do benefício. Na verdade, também não era necessário vincular o investimento anjo apenas a *startups* no Simples Nacional. Percebemos uma flexibilização maior no *Crowdfunding*, por exemplo, já que a Instrução CVM nº 588 permitiu que *startup* que fature até R\$ 10 milhões ao ano seja elegíveis ao financiamento coletivo.

⁴⁵ Assim, conseguimos mitigar também o valor recolhido a título de Contribuição Previdenciária Patronal (CPP) para o INSS, cuja base de cálculo é o capital social do contribuinte e pode ou não ser incluído no cômputo mensal do Simples Nacional a depender da atividade desempenhada.

O prazo máximo de vigência do contrato de participação foi estabelecido em sete anos, que é até menor que a média brasileira de três anos de vencimento em mútuos conversíveis, conforme observaram Ramos et al. (2016) e Lobo & Potenza (2016). Algumas poucas *startups* poderão incentivar o anjo a se manter através dos sete anos, mas, nesse caso, o mercado tem um mecanismo para desviar desse entrave. Afinal, nas palavras de Wetzel (1987), “*patience is a virtue, and angels tend to be virtuous*”. Falamos da cláusula de conversão em participação societária.

O §4º, I do art. 61-A diz expressamente que o anjo não será considerado sócio da *startup*, em que pese o regime arbitrar que seu retorno da *startup* será calculado mediante apuração de haveres, um procedimento do art. 1.031 do Código Civil usado para calcular o valor devido a um sócio pela sua empresa em proporção ao percentual de participação que ele possui nela (em outras palavras, a Lei dos Anjos determina uma ficção jurídica onde consideramos o aporte anjo como capital social para fins de cálculo do retorno devido). No entanto, de acordo com o §7º do art. 61, o anjo somente poderá resgatar o valor inicialmente investido acrescido de correção monetária (!).

Essa limitação beiraria à descaracterização do investimento anjo pelo regime da Lei Complementar nº 155. Se o máximo que o anjo pode esperar do retorno do seu investimento altamente arriscado, onde ele assume o risco do negócio, é correção monetária, ele poderia investir em títulos públicos federais e ainda conseguir mais rendimentos pela incidência de juros SELIC. Felizmente, há outra maneira de encerrar o contrato de participação que não o resgate.

Em que pese a Lei dos Anjos não dispor sobre isso expressamente, o contrato de participação também pode contar com cláusula de conversão do aporte em participação na *startup* (RAMOS et al., 2016), de forma análoga ao mútuo conversível. Se a conversão acontecer em razão de prazo ou atingido certo marco (ex: 50 mil clientes atingidos até o fim do terceiro ano de fruição do aporte), o anjo poderá calcular seu percentual de participação de forma pré-estabelecida, baseada em *premoney valuation* (modelo Anjos do Brasil) ou de acordo com o patrimônio líquido corrente da startup à época do aporte, sendo então *postmoney valuation* (modelo do Baptista Luz). Essa metodologia não é inédita ao contrato de participação, já sendo padrão de mercado no uso dos mútuos conversíveis. Se a conversão acontecer em uma aquisição de controle, os cálculos se tornam mais elaborados, considerando a *valuation* do terceiro.

4.2. Cláusulas de tag along e direito de preferência

Conforme já estudamos, são padrões de mercado o *tag along* e o *right of first refusal* no mútuo conversível. No entanto, a Lei dos Anjos tornou essas cláusulas verdadeiras obrigações legais pelo art. 61-C. Naturalmente, em ambos os casos haverá equiparação das condições da venda de participação ao terceiro e das condições oferecidas ao anjo.

Em relação à metodologia, o cálculo pode ser feito com base em uma *premoney valuation* da *startup* e o percentual que o capital anjo ocupa desse total, ou então, pode ser contratualmente acertado que a aceitação de uma oferta de aquisição pelo empreendedor (com anuência prévia do anjo, naturalmente) seja evento *trigger* da conversão imediata do aporte anjo em participação societária oficial na *startup* mediante emissão de novas quotas (ANJOS DO BRASIL, 2017). Dessa forma, o adquirente deverá apenas acrescer à sua oferta original o valor correspondente

ao número de quotas que foram emitidas para o anjo (atribuindo o mesmo preço por quota da primeira oferta), constituindo seu evento de liquidez.

O contrato de participação pode prever até 50% do total dos lucros da *startup* investida como remuneração por até de cinco anos no máximo (§6º e §4º, III do art. 61-A, respectivamente). No modelo Anjos do Brasil, percebemos que a própria distribuição de lucros para qualquer pessoa deve ser submetida à aprovação prévia do anjo, com o racional por trás sendo o de que lucros da *startup* devem ser reinvestidos, com racional semelhante à cláusula que obriga o reinvestimento em contratos entre *startups* e aceleradoras (FERNANDES, 2016).

Por fim, Ramos et al. (2016) levantaram uma discussão: o contrato de participação “matou” o investimento-anjo via mútuo conversível? Considerando que a Lei dos Anjos não veda a sua utilização, entendemos (assim como os autores) que ele poderá ser usado na mesma forma que sempre foi, e que caberá ao investidor sopesar os benefícios e malefícios jurídicos e econômicos no caso a caso. No entanto, só contratos de participação se enquadram no regime da Lei dos Anjos, que contará com uma vantagem sobre o mútuo conversível: uma reiteração legal da proteção do patrimônio pessoal do anjo contra investidas do Judiciário, conforme veremos no capítulo seguinte.

4.3. Imunidade patrimonial do anjo nas execuções contra a startup

Entendemos que o maior mérito da Lei dos Anjos foi trazer mais segurança jurídica onde antes pouco havia a partir de uma grande blindagem: de acordo com o art. 61, §4º, II, o investidor anjo não pode ser pessoalmente responsabilizado por dívidas da investida. O mercado de *Venture Capital* sempre temeu o Poder Judiciário e o risco da desconsideração da

personalidade jurídica em *startups*, atingindo seus investidores para satisfazer crédito devido pela empresa. A desconsideração é prevista no art. 50 do Código Civil, teoricamente⁴⁶ restrita às hipóteses de excesso de mandato, desvio de finalidade da empresa, confusão patrimonial a sociedade e seus sócios, e, em execuções fiscais, dissolução irregular da empresa⁴⁷.

Como sabemos, investimento em inovação já vem com uma chance considerável de perda do capital, mas que pode sempre ser mitigada por *due diligence*, mentoria, etc. Trata-se de um risco previsível. O que não pode ser mensurado pelo anjo é a grande insegurança jurídica vinda da chance de ser chamado a honrar dívidas tomadas pelo empreendedor. Naturalmente, o risco da desconsideração indevida é precificado pelos investidores e desacelera o crescimento da indústria da inovação.

Servindo como um testemunho desse perigo, temos o caso emblemático da execução trabalhista movida contra a pernambucana Bom de Vera Ltda. Nesse processo, após já haver ocorrido a desconsideração para atingir os dois sócios pessoas físicas, e descoberto então que eles não possuíam patrimônio para saldar a dívida, o juízo autorizou o redirecionamento da execução contra outra entidade: o FMIEE Nordeste Empreendedor, um ex-investidor da empresa que, antes da época da execução, deteve algumas quotas (!), sob o vaguíssimo argumento de que o FMIEE integrava o grupo econômico, e até hoje ele tenta revertê-la⁴⁸.

⁴⁶ Há de duas teorias divergentes que norteiam a aplicação da desconsideração na doutrina brasileira: teoria maior e teoria menor. Os defensores da teoria maior ensinam que o instituto só poderá ser aplicado em efetivo caso de mau uso da personalidade jurídica em abuso de forma. Já quem se posiciona pela teoria menor entende que o mero inadimplemento de obrigações pela sociedade é justificativa suficiente para ultrapassar o véu e atingir o patrimônio dos seus sócios (NASCIMBENI, 2013). Naturalmente, o nosso ordenamento jurídico adota a teoria maior da desconsideração, já que o art. 50 do Código Civil delimita sua aplicabilidade para casos específicos. No entanto, temos alguns exemplos em que a realidade prática foge à regra, como a Justiça Trabalhista.

⁴⁷ STJ - AgRg no REsp 1.307.639, Relator Ministro Herman Benjamin, data de julgamento em 17.05.2012, data da publicação em 23.05.2012.

⁴⁸ TRT-6, Apelação Cível nº 0002900-90.2006.5.06.0021, Relator Acácio Júlio Kezen Caldeira, data de publicação em 25.05.2010.

Não é coincidência que esse caso tenha vindo da Justiça do Trabalho. Ela é conhecida (e temida) como aquela que mais usa a *disregard doctrine* como um “coringa” para qualquer situação. Na verdade, a jurisprudência trabalhista cristalizou o chamado princípio da alteridade, segundo o qual o trabalhador não assume o risco da atividade econômica junto com o empresário, criando responsabilidade verdadeiramente objetiva para o empresário de boa-fé (PRADO & SALAMA, 2013).

Em que pese o risco mencionado, podemos considerar que o autor de eventual ação trabalhista contra uma *startup* poderá nem conhecer a existência do anjo, dado que o contrato de participação é privado. Além disso, o anjo pode participar da decisão que avalia o grau de risco trabalhista da *startup*. De acordo com Cássio Spina (2011), é relativamente habitual a contratação de funcionários sem registro ou na forma de pessoa jurídica para que a empresa tenha fôlego para crescer. Soma-se a isso à recente aprovação da Lei nº 13.429/2017, cujo art. 9º, §3º autoriza que empresas terceirizem suas atividades-fim.

Por fim, pode ser possível observar uma mudança de paradigma nos juízes trabalhistas, especialmente depois de Direito Empresarial ser exigido nos concursos públicos para esses cargos. Em dezembro de 2016, por exemplo, tivemos decisão trabalhista que indeferiu a desconsideração da personalidade jurídica de uma sociedade em recuperação judicial, prestigiando expressamente o princípio da preservação da empresa⁴⁹. Ainda que o risco continue existindo, havendo sido detectado um movimento de maior cuidado com a aplicação do instituto pelo Juízo Trabalhista, isso pode se refletir bem na precificação do referido risco do investidor anjo.

⁴⁹ TRT-11. Agravo de Petição nº 0001607-93.2014.5.11.0012, Relatora Ruth Barbosa Sampaio, 2ª Turma, data da publicação em 23.11.2016.

Na seara das execuções fiscais, percebemos que nosso Fisco também é inclinado ao abuso. Via de regra, a mera falta de pagamento de tributo não permite a responsabilidade do sócio, desde que não decorrente de infração à lei ou contrato social (art. 135 do CTN). No entanto, isso jamais impediu a Fazenda de fazer pedidos absurdos de penhora do patrimônio de sócio em execução fiscal contra a empresa. Essa tendência vem de uma longa história de permissões legislativas⁵⁰ e até jurisprudenciais, inclusive já tendo existido decreto que tornava crime (!) o mero não pagamento de tributo na época da ditadura militar (PRADO & SALAMA, 2013), mas esses tempos sombrios não persistiram. Atualmente, a jurisprudência de entendimentos favoráveis ao contribuinte (e à inovação, por consequência) indica que o sócio sem poder decisório da empresa também não responderá pelas suas dívidas, nem em hipótese de dissolução irregular⁵¹, indicando uma excelente proteção ao anjo quando conjugada com a vedação ao direito de gerência contido na Lei Complementar nº 155.

Por fim, em que pese o grande avanço da Lei dos Anjos ao dispor sobre a proteção do patrimônio pessoal do investidor, ponderamos com cautela sobre sua real efetividade, já que a lei sempre limitou a possibilidade de aplicar a desconsideração para hipóteses de abuso. Considerando um anjo de conduta totalmente escorreita, não poderíamos pensar que a

⁵⁰ A própria Lei do Simples já previu um sistema gravosíssimo de responsabilidade tributária quando foi promulgada em 2006. De acordo com seu art. 78, os sócios e administradores de micro e pequenas empresas sem movimentação há mais de três anos poderiam ter suas dívidas tributárias e previdenciárias transferidas para sócios e administradores. Não só essa norma ia de encontro frontal à jurisprudência da época, como na prática impunha um regime de responsabilidade tributária mais severo para micro e pequenas empresas do que para grandes companhias (PRADO & SALAMA, 2013). Esse regime absurdo só foi definitivamente revogado pela Lei Complementar nº 128 em 2008. Em paralelo, o STF também declarou a inconstitucionalidade do art. 13 da Lei nº 8.620/1993, que estabelecia responsabilidade objetiva de sócios de sociedade limitada por inadimplemento de contribuições previdenciárias.

⁵¹ STJ - REsp nº 238.668/MG, 2ª Turma, Relator Ministro Francisco Peçanha Martins, data de julgamento em 12.03.2002; STJ - EREsp nº 591.954/SP, 1ª Seção, Relator Ministro João Otávio de Noronha, data de julgamento em 08.06.2005; STJ - REsp nº 40.435/SP, 2ª Turma, Relator Ministro Ari Pargendler, data de julgamento em 07.11.1996; STJ - REsp. nº 109.163/PR, 2ª Turma, Relator Ministro Francisco Peçanha Martins, data de julgamento em 06.05.1999.

blindagem do seu patrimônio já existia, ou deveria existir, antes da Lei dos Anjos? Indo além, o art. 61-A, §5º, I estabelece que o anjo não é sócio da *startup*. Ou seja, qual seria a real aplicabilidade de uma desconsideração da personalidade jurídica, já que o anjo não estaria por trás do seu véu?

Só conseguimos conjecturar é que o legislador tentou prevenir ao máximo uma tentativa do Judiciário de tentar ignorar o novo regime para atingir o patrimônio do anjo, ou para “reforçar” que esse investidor não é um sócio. Se em eventual execução contra uma *startup*, o juiz concluir que o anjo assumia papel ativo característico de sócio no dia a dia da empresa, e que logo houve desenquadramento do regime jurídico da Lei dos Anjos. Logo, classicamente prezando a materialidade sobre a forma, o magistrado trataria um investidor anjo como se sócio fosse, desconsiderando a *startup* para atingir o patrimônio do anjo. Podemos considerar esse risco na seara cível e na seara trabalhista.

Já na frente tributária, a Receita Federal poderá tentar desenquadrar a própria *startup* do Simples Nacional, já que o capital anjo que entrou no seu patrimônio já poderá ser considerado receita ou capital social para fins contábeis. Logo, se a soma entre aporte e capital social resultar em valor superior a R\$ 4,8 milhões, o Fisco poderá alegá-la para desconsiderar o Simples Nacional e cobrar retroativamente todos os tributos que seriam devidos pela *startup* desde a data do aporte se não fosse o regime, acrescidos de juros e multa (entre 75% e 150%). Não só isso, mas a Receita também teoricamente poderá tentar integrar o anjo no polo passivo do auto de infração sob acusação de fraude, tornando-o responsável solidário pelo débito tributário.

Em suma, nesse cenário catastrófico, o anjo tornou-se responsável por dívidas comerciais, trabalhistas e fiscais da investida, e a Lei dos Anjos não conseguiu impedir o Judiciário de

desenhá-lo. No entanto, essa visão negativa é resultado de uma cautela levada ao limite, e certamente nos casos concretos haverá linhas de defesa apropriadas ao anjo e suas investidas.

4.4. Condição do investidor anjo e a vedação ao impacto na gestão da investida

Em *tradeoff* pela blindagem contra responsabilidade por dívidas do empreendedor, a Lei Complementar nº 155 determina no §4º, I do art. 61-A que o anjo não será considerado sócio da *startup*, e tampouco poderá votar em assembleia atuar como conselheiro. Essa vedação foi alvo de críticas por aparentemente desconsiderar todo o conceito de *smart money* e os mecanismos contratuais usados para mitigar os riscos tomados pelo anjo. Para esses críticos, investidor é quem tem poder de decisão, por menor que seja, e a lei na verdade está nos sugerindo implicitamente que mudemos o nome do investidor anjo para “consultor anjo”. No entanto, nos parece que a intenção desse artigo foi mais na linha de reduzir o risco de fundadores de uma pequena empresa usarem um contrato de participação para fraudar credores⁵², assim vitando o efeito macro indesejável de terceiros precificarem um risco maior ao contratarem com *startups*.

A proibição ao direito de gerência também pode não representar grandes entraves no mundo prático, especialmente considerando que anjos preferem técnicas de *soft monitoring* (mentoria, aconselhamento, etc), como já estudamos. Ainda que desconsideremos esse ponto, em que pese a vedação expressa, o mercado desenvolveu algumas formas de conservar *hard monitoring* pelos anjos sobre as investidas. Mesmo que o investidor não seja sócio, diretor ou

⁵² Tomemos um exemplo de possível fraude: três amigos com interesse em iniciar um empreendimento decidem mitigar o risco do negócio, deixando a titularidade de todos os bens que seriam da sociedade (gratuita ou onerosamente) sob um deles. Esse fundador que detém os bens então aportaria uma quantidade qualquer de capital via contrato de participação e se chamaria de investidor anjo daquela *startup*, mesmo atuando rotineiramente como sócio. Na hipótese do empreendimento fracassar, todos os bens usados pela empresa estariam protegidos de eventual execução por credores insatisfeitos, já que oficialmente eles seriam de propriedade do “investidor anjo”.

conselheiro, o contrato de participação poderá contar com cláusula de resgate antecipado: são elencadas diversas obrigações positivas ou negativas do empreendedor, de forma análoga às cláusulas de vencimento antecipado do mútuo conversível.

O poder de resgate antecipado não serve só para monitoramento de *performance* da empresa, mas também para instrumentalização dos poderes de veto do investidor, que são extremamente padrão no mercado doméstico e internacional. Para garantir o direcionamento estratégico eficiente da *startup*, o investidor elenca uma série de decisões que só poderão ser tomadas pela equipe empreendedora com seu prévio consentimento⁵³, e, se o empreendedor tomar qualquer uma dessas decisões sem um “ok” prévio, o anjo poderá usar a cláusula de resgate antecipado para cobrar imediatamente a integralidade do valor investido.

O resgate antecipado também pode ser usado para listar hipóteses de transgressão da *startup* que ativam resgate antecipado automático junto com multa não-compensatória⁵⁴. De forma análoga ao mútuo antecipado, a preocupação do anjo não é diretamente financeira (antecipar o resgate para conseguir recuperar seus recursos), mas sim ter uma ferramenta de coerção contra o empreendedor, inspirando o medo de se criar uma dívida que será

⁵³ No modelo de contrato da Anjos do Brasil (2017), essas decisões se referem a (i) endividamento cujo valor agregado exceda certo valor (inclusive para mitigar risco de responsabilidade pessoal do anjo); (ii) qualquer operação que possa afetar, direta ou indiretamente, direitos de propriedade intelectual em que se funda a atividade da *startup* (ex: marcas, registros de *software*, licenciamentos); (iii) concessão ou constituição de garantias em favor de terceiros; (iv) atos ou operações que impliquem alteração material na condição financeira das *startup*; (v) distribuição de dividendos ou juro sobre capital próprio; e (vi) qualquer operação societária que possa indiretamente afetar os direitos do anjo em razão de ter como objeto o valor do capital social, o empreendimento, a propriedade/posse do empreendimento, ou a propriedade intelectual relevante.

⁵⁴ No modelo de contrato da Anjos do Brasil (2017), essas transgressões são (i) aplicação do capital anjo em finalidade diversa da acordada; (ii) extinção, liquidação ou dissolução da sociedade; (iii) requerimento de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial formulado pela ou contra a *startup*; (iv) contração de passivo individual ou agregado superior a valor pré-determinado antes da conversão do aporte em participação; (v) sócios deixarem de ser sócios da *startup* ou deixarem cargos específicos de gerência; e (vi) descumprimento dos compromissos assumidos no contrato de participação (inclusive da veracidade das declarações prestadas).

provavelmente inadimplível, e que então resultaria no desmantelamento da *startup* por uma execução.

Além do resgate antecipado, o anjo também pode dispor sobre constituição de um comitê consultivo como condição precedente no contrato de participação. Nesse comitê, seriam levados alguns assuntos pré-determinados de maior relevância (ex: tomada de empréstimos, mudanças no produto, expansão das atividades, etc). Considerando que o comitê não seria vinculativo, e que é advindo de tratativas privadas e não do contrato social, é defensável que sua influência não estaria infringindo à proibição de interferência na administração da investida.

Em que pese não serem permitidos expressamente na Lei dos Anjos, entendemos que o resgate antecipado e comitê consultivo não devem ser vistos como burla à proibição ao direito a gerência. Essas táticas não interferem ativamente na gestão, mas tão somente estabelecem condições precedentes que o empreendedor aceita cumprir desde o ato de assinatura. Logo, não há interferência, mas sim estabelecimento de diretrizes. Além disso, esses mecanismos se referem tão somente às decisões macroestratégicas do negócio, e não à administração operacional da *startup* (estar presente no dia a dia, coordenar funcionários, pagar contas, etc).

Entendemos que a visão dos que vislumbram esse risco de descaracterização não é conservadorismo exagerado, especialmente quando levamos em conta os hábitos erráticos de desconsideração do Judiciário que estudamos no Capítulo 6.2 acima. O risco de um juiz penalizar a implementação (ou até existência) de cláusulas de resgate antecipado deve ser considerado pelos anjos e seus advogados quando estiverem escrevendo seus contratos de investimento, e esse cuidado se estende à opção de investir por contrato de participação ou por mútuo conversível.

A Lei dos Anjos pecou especialmente ao deixar de implementar políticas públicas adequadas ao investimento anjo, tais como incentivos fiscais adequados. No atual cenário legal, (art. 21 do da Lei 8.981/95), a alíquota começará em 22,5%, chegando à mínima de 15% caso o contrato de participação subjacente possua prazo de 720 dias ou mais, conforme Consulta RFB nº 15/2016. Essa alíquota é totalmente desproporcional ao risco assumido, especialmente considerando que é o mesmo tratamento aplicável a investidores de companhias *blue chips*⁵⁵.

Da mesma forma, não foi inserida qualquer política para criação de co-investimentos, os quais trazem diversos incentivos para anjos investirem em mais *startups*. Ao assumir a responsabilidade de aportar parte do capital do qual a *startup* necessita, o poder público automaticamente reduz a quantidade de recursos necessária que o investidor de *Venture Capital* precisará dedicar e arriscar. Não só ele estará mais propenso ao investimento, mas terá uma parte maior do seu patrimônio disponível para investir em mais *startups*, aumentando o número de atuantes no mercado de inovação (WILSON, 2015).

CONCLUSÕES PRELIMINARES

Schumpeter ensinava que o caminho para o desenvolvimento econômico nacional passa pelos empreendedores capazes de inovar no mercado, destruindo o *status quo* da ordem econômica com produtos e estratégias disruptivas. Para isso, eles usam as *startups*, instituições com grandes perspectivas de crescimento e que operam sob condições de extrema incerteza. *Startups* em estágio *embrionário* (primeiro estágio de sua vida, marcado por limitações de

⁵⁵ Ressalvamos que, especificamente nesse caso, a Receita Federal não teria tanto poder para negociar eventual dispensa do dever de recolher tributo sobre o desinvestimento do anjo. Isso porque a incidência do imposto de renda sobre ganho de capital é uma determinação legalmente expressa no art. 21 do da Lei 8.981/95⁵⁵. No rol de isenções conferidas na lei, não há a situação de ganho de capital decorrente da alienação/resgate de investimento anjo (ou qualquer outro investimento em *startup*).

estrutura, capital e *expertise*) precisam de capital para se fundarem, mas encontram dificuldades em razão do alto risco representado por sua estrutura incipiente e falta de ativos para oferecer em garantia para possíveis financiadores.

Considerando que o mercado de crédito e mercado de capitais não são alternativas viáveis para as *startups*, voltamo-nos ao mercado de Fundos *Venture Capital*, onde investidores aportam recursos para gestores especializados investirem em startups promissoras. No entanto, até mesmo esses fundos preferem as *startups* já razoavelmente estabelecidas, de forma que não são a solução para *startups* embrionárias. Identificamos a formação de uma ausência de fontes de captação e recursos para esses empreendedores quando eles exaurem recursos próprios e de família e amigos, chamando essa situação de *seed gap*.

No entanto, surgindo para salvar as *startups* embrionárias do *seed gap* e do chamado “vale da morte”, surgem os investidores anjos: agentes com grande patrimônio que capitalizam *startups* inovadoras, agindo também como mentores do time empreendedor, e indo de encontro a altos riscos para tentar capturar retornos exponenciais. Existem pesquisas extensivas acerca dos benefícios que anjos trazem para o desenvolvimento das nações em que se encontram.

Recentemente, foi publicada a Lei Complementar nº 155, reconhecendo e criando um novo regime para os anjos brasileiros. Houve certos avanços, como a tentativa de imunizar o anjo de execuções contra as investidas. Entretanto, além de limitar a autonomia da vontade em alguns pontos, a lei não alcançou alguns pontos fundamentais, como a necessidade de incentivos públicos para investimentos em *Venture Capital*. Políticas públicas nessa linha são necessárias, considerando que o Brasil é muito desfavorável a empreendedores e investidores.

Dessa forma, cabe ao mercado da inovação pressionar os representantes do povo para que para que, a despeito da interminável fome de arrecadação, consigamos políticas públicas que estimule investidores de *Venture Capital*. O desenvolvimento econômico da nação é uma consequência real desses agentes, e enquanto o Estado não conceder incentivos satisfatórios, ele não está só deixando de perseguir o desenvolvimento nacional, mas está efetivamente trabalhando contra ele.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. **Inside VC: inBrazil Venture Capital**. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

ASSOCIAÇÃO EDUCACIONAL DOM BOSCO (AEDB). **O Investimento Anjo como Fomentador do Empreendedorismo**. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/347_Artigo_SeGET._2008.pdf>. Acesso em 30.05.2017.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI) E FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV): 2011. **2º Censo de Private Equity e Venture Capital**. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf>. Acesso em: 03.04.2017.

AKERLOF, George A. **The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism**. Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Cambridge: agosto de 1970, pp. 488-500.

ALBUQUERQUE, Bruno Caraciolo Ferreira. **Responsabilidade Civil das Instituições Financeiras nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 15, 57, julho-setembro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

ANJOS DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/>>. Acesso em 08.05.2017.

BONINI, Stefano; CAPIZZI, Vincenzo; VALLETTA, Mario; ZOCCHI, Paola. **Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process. Bonini, Stefano and Capizzi, Vincenzo and Valletta, Mario and Zocchi, Paola, Groups, Networks and the Business Angels' Investment Process**. Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2856478>. Acesso em 30.04.2017.

BPIFRANCE. **France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom: Building Momentum in Venture Capital across Europe** (2016). Disponível em: <http://www.bpifrance-lelab.fr/content/download/5601/42348/version/2/file/Bpifrance%20Le%20Lab_Building_Momentum_in_Venture_Capital_across_Europe_Decembre%202016.pdf>. Acesso em 01.05.2017.

CAPIZZI, Vincenzo; BONINI, Stefano. **The Effects of Private Equity Investors on the Governance of Companies**. Hoboken: Stevens Institute of Technology School of Business, 2015. Disponível: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2647219>. Acesso em 16.06.2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras (FINTECH)**. Rio de Janeiro: 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>>. Acesso em 06.06.2017.

DELFIN NETTO. **Época Negócios**: Entrevista de Antônio Delfim Netto em 14.05.2012. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2012/12/delfim-netto.html>>. Acesso em 18.06.2017.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em: <<http://www.conpedi.org.br/publicacoes/02q8agmu/86257626/Ap4fpW72VLabJQJh.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

FGV. **Cartilha do Investimento Coletivo: Orientações a Investidores e Gestores. Equity Crowdfunding no Brasil hoje**. Cadernos FGV Direito Rio, Série Clínicas, Educação e Direito – volume 06, Rio de Janeiro: 2016.

FINANCIAL SERVICES HOUSE. **The Financial CHOICE Act, Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs, Executive Summary**. Disponível em <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financial_choice_act_executive_summary.pdf>. Acesso em 25.05.2017.

FORGIONI, Paula Andrea. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: Da mercancia ao mercado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 20ª Ed. São Paulo: Qualitymark, 2015.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP REPORT. **2014 United States Report**. Londres: 2015. Disponível em <<http://www.babson.edu/Academics/centers/blank-center/global-research/gem/Documents/GEM%20USA%202014.pdf>>. Acesso em 03.05.2017.

HALL, Bronwyn H.; LERNER; Josh. **The Financing of R&D and Innovation**. In: HALL, B. H.; Rosenberg N. *Elsevier Handbook of the Economics of Innovation*, B. H. Hall and N. Rosenberg (coordenadores). Amsterdã: North Rolland, 2010, pp. 609-639.

HELLMAN, Thomas F., THIELE, Veikko. **Friends or Foes? The Interrelationship between Angel and Venture Capital Markets**. *Journal of Financial Economics*. Amsterdã: Elsevier, março de 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2323553>. Acesso em: 27.03.2017.

HILL, Brian E., Power, Dee. **Attracting Capital from Angels**. Nova York: John Wiley and Sons Inc., 2002.

IESE BUSINESS SCHOOL. University Of Navarra. **The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index**. Navarra, University Of Navarra, 2011. Disponível em: <<http://www.wall-street.ro/files/102434-82.pdf>>. Acesso em 03.04.2017.

JENG, Leslie A.; WELLS, Philippe C. **The determinants of venture capital funding: evidence across countries**. *Journal of Corporate Finance*, v.6, p. 241-289. Amsterdã: Elsevier, 2000, p. 241-289.

JUMPSTART. **Why Investors EVADE Non-Disclosure Agreements** (2011). Disponível em: <<https://www.jumpstartinc.org/2011/12/09/why-investors-evade-non-disclosure/>>. Acesso em: 30.04.2017.

KLEIN, Sarah. **What is the Difference between an Incubator and an Accelerator?** (2015). Disponível em: <<http://www.bizlawtoday.com/2015/06/what-is-the-difference-between-an-incubator-and-an-accelerator/>>. Acesso em 30.05.2017.

KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil – 2016**. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3484.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

LAMEIRA, Valdir de J. **A Estrutura de Capital das Sociedades Anônimas**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LE MERLE, Matthew C.; LE MERLE; Louis A. **Capturing the Expected Angel Returns of Angel Investors in Groups: Less in more – Diversify** (2015). Disponível em: <<https://static1.squarespace.com/static/5481bc79e4b01c4bf3ceed80/t/564a571be4b0aed2fa5ff555/1447712539717/Fifth+Era+WP+final-b.pdf>>. Acesso em 02.04.2017.

LEAVITT, Jeffrey M. **Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies** *North Carolina Journal of Law & Technology*. Vol. 6, issue 2. Chapel Hill: 2005. Disponível em: <http://ncjolt.org/wp-content/uploads/2016/09/14_6NCJLTech2232004-2005.pdf>. Acesso em 31.05.2017.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Rise of the Angel Investor: A Challenge to Public Policy** (2016). Disponível em: <<http://www.thirdway.org/report/rise-of-the-angel-investor-a-challenge-to-public-policy>>. Acesso em 01.06.2017.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette; SOKOLINSKI, Stanislav; WILSON, Karen. **The Globalization of Angel Investments: Evidence across Countries** (texto para discussão). Cambridge: Harvard Business School, 2016. Disponível em: <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/16-072_95a38a8a-37e5-4ee2-aa76-9eae7e5162b.pdf>. Acesso em 15.01.2017.

LEWIS, Davis. A; et al. **Incubating Success. Incubation Best Practices That Lead to Successful New Ventures**. Institute for Research on Labor, Employment, and the Economy, University of Michigan, 2011. Disponível em: <<http://www.nist.gov/ineap/upload/Incubating-Success-Report.pdf>>. Acesso em: 31.05.2017.

LIRA, Adriano. Investidor-anjo ganhou segurança jurídica para apostar em startups, diz Anjos do Brasil: **Revista Pequenas Empresas Grandes Negócios**. São Paulo: Globo, 2016.

LOBO, Alexandre L.; POTENZA, Guilherme P. **Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas**. In: BOTREL, Sergio. BARBOSA, Henrique (Coordenadores). **Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos**, Rio de Janeiro: Gen Atlas, 2016, pp. 267-316.

LORD, Hambleton, MIRABILE, Christopher. **Fundamentals of Angel Investing**. Boston: CreateSpace Independent Publishing Platform, 2016.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Conceito de valor mobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 24, nº 59, São Paulo: Revista dos Tribunais, julho de 1985.

MCCAHERY, Joseph; VERMEULEN, Erik P.M. **Venture Capital 2.0: from Venturing to Partnering**. Tilburg: Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series no. 11/2016. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2773622>>. Acesso em 11.06.2017.

MCKASKILL, Tom. **An Introduction to Angel Investing**. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. Disponível em: <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33>. Acesso em 09.05.2017.

MEIRELLES, Antonio Chagas. **A reforma bancária internacional e a estrutura do sistema bancário brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 14, 51, janeiro-março. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MENEZES, Rodrigo. **Regulatory Update, Venture Capital in Brazil: The Path ahead beyond the Crisis**. In: ABVCAP. Inside VC: inBrazil Venture Capital. São Paulo: 2017. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3700.pdf>>. Acesso em 03.06.2017.

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

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais**. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coordenador). Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

NANDA, Ramana. **Entrepreneurial Finance**: artigo apresentado na conferência “*The Role of Entrepreneurship in Fostering Innovation and Growth*” organizada pela OCDE. Paris: OCDE, 2010.

NASCIMBENI, Asdrubal Franco. **A aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica às sociedades anônimas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 16, 61, julho-setembro. São Paulo: Thomson Reuters, 2013.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2017 Yearbook: The Go-To Resource on the Venture Ecosystem** (2017). Disponível em: <<http://nvca.org/blog/nvca-2017-yearbook-go-resource-venture-ecosystem/>>. Acesso em 15.05.2017.

OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o regime de aquisição do controle na Lei das S.A.:** o caso das companhias de capital disperso. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (1ª Ed.), São Paulo, Almedina, 2015. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotac%CC%A7o%CC%83es-sobre-regime-de-aquisic%CC%A7a%CC%83o-e-transfere%CC%82ncia-de-controle-v2.pdf>>. Acesso em 22.05.2017.

OSNABRUGGE, Mark V., ROBINSON, Robert J. **Angel Investing: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies**. 1ª Ed. Jossey-Bass, 2000.

RAMOS, Pedro H.; PERRONI, Diogo; LUZ, Felipe B. **A regulação do Investimento-Anjo no Brasil: comentários e perspectivas a respeito da Lei Complementar 155/2016**. Disponível em: <<http://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Texto-Completo-Regulac%CC%A7a%CC%83o-do-Investimento-Anjo.pdf>>. Acesso em 28.04.2017.

RAUPP, Fabiano Maury; Warken, Ricardo Muller. **Utilização da Due Diligence em Processos de Fusão e Aquisição** (2009). Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/4>>. Acesso em 20.06.2017.

RIES, Eric. **The Lean Start up: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**. Nova York: Crown Publishing Group, 2011.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Form F-1 Registration Statement Under The Securities Act Of 1933 Netshoes (Cayman) Limited** (2017). Disponível em: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1562767/000119312517083940/d278032df1.htm>>. Acesso em 04.06.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act** (2012). Disponível em: <<https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>>. Acesso em 12.06.2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010**. Disponível em <<https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

SHANE, Scott. **The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures**, SBA Office of Advocacy (2008). Disponível em: <<http://signallake.com/innovation/AngelInvestingSept08.pdf>>. Acesso em 31.03.2017.

SMITH, Adam. **Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**. São Paulo: Abril Cultural, Coluna "Os Economistas", 1983. Disponível em: <<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=648134>>. Acesso em 17.06.2017.

SOHLS, Jeffrey. **A Cautious Restructuring of the Angel Market in 2016 with a Robust Appetite for Seed and Start-Up Investing**. Center for Venture Research, 2017. Disponível em: <https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/2016AnalysisReportFinal_0.pdf>. Acesso em 14.07.2017.

SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2015: A Buyers' Market**. Center for Venture Research, 2016. Disponível em: <<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Full%20Year%202015%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 17.06.2017.

SOHLS, Jeffrey. **The Angel Investor Market In Q1Q2 2016: Caution Prevails**, Center for Venture Research, 2017. Disponível em: <<https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/Q1Q2%202016%20Analysis%20Report.pdf>>. Acesso em 30.05.2017.

SPINA, Cássio A. **Investimento Anjo: Guia Prático para Empreendedores e Investidores**. São Paulo: Nversos, 2011.

POLITIS, Diamanto. **Informal investors and value added: what do we know and where do we go?** (2008). Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/247518655_Business_Angels_and_Value_Added_What_Do_We_Know_and_Where_Do_We_Go>. Acesso em: 21.04.2017.

PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno Meyerhof. **A Flexibilização da Responsabilidade Societária nos Direitos Privado, Trabalhista e Tributário: Uma Panorâmica Histórica**. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil, v. 1, p. 137-180, jan./fev. Brasília: BCB, 2013. Disponível em: <https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/77/>. Acesso em 30.05.2017.

PRICE, Russ. **The Role of Service Providers in Establishing Networked Regional Business Accelerators in Utah**. Cambridge: International Journal of Technology Management, Vol. 27, No. 5, 2004.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **National Venture Capital Association Money Tree™ Report Q1 2017, IVF**. Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/moneytree-report/assets/MoneyTree_Report_Q1_2017_FINAL_F.pdf>. Acesso em 19.05.2017.

TIMMONS, Jeffry A., SPINELLI, Stephen. **New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century**. 6^a Ed. Nova York: Irwin McGraw-Hill, 2004.

TORUN, Mustafa. **Business Incubators vs Accelerators: A review of literature** (2016). Disponível em: <https://medium.com/@mustafatorun_32874/business-incubators-vs-accelerators-a-review-of-literature-fa2198baafb>. Acesso em 30.05.2017.

VALENTE, Luciano. **Hélice tríplice: metáfora dos anos 90 descreve bem o mais sustentável modelo de sistema de inovação** (entrevista com Henry Etzkovitz em 2010). Disponível em: <http://inovacao.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1984-43952010000100002&lng=pt&nrm=is>. Acesso em 30.05.2017.

WALD, Arnaldo. **O futuro do direito bancário e a regulação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 17, 64, abril-junho, p. 13-73. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2014.

WETZEL, William E. Jr. **Angels and Informal Risk Capital**. Cambridge: MIT Sloan Management Review, 24:4, pp. 23-34, 1987.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. Londres: Free Press, 1985. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a4d6/1a75c4b99d414084cc84f404e5dd259b903b.pdf>>. Acesso em 24.05.2017.

WILTBANK, R., & BOEKER, W. **Returns to angel investors in Groups** (2007). Disponível em: <<http://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/229628.pdf>>. Acesso em 04.01.2017.

WILSON, Karen. **Policy Lessons from Financing Innovative Firms**. Paris: OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, n° 24, OECD Publishing, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>>. Acesso em 19.04.2017.

WONG, Andrew; et al. **Angel finance: the other venture capital** (2009). Disponível em: <https://quebeccityconference.com/wp-content/themes/qcciiir-v2.5/uploads/2012/ppf/papers/12-Wong_Bhatia_Freeman_Angel_Finance_The_Other_VC.pdf>. Acesso em 25.03.2017.

WORLD BANK GROUP. **Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency**. Washington: 2017. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.

YANAKA, Guilherme M.; HOLLAND, Marcio. **Basiléia II e exigência de capital para risco de crédito dos bancos no Brasil**. Disponível em: <http://basileiabrasil.com/wp-content/uploads/2014/08/Basileia_II_artigo_Holland_Yanaka.pdf>. Acesso em 26.05.2017.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YE, Huojie; ZHONG, Shuhua. **Business Accelerator Network: A Powerful Generator of Strategic Emerging Industries**. Ontario: Ontario International Development Agency, 2009. Disponível em: <<http://www.oidaijsd.com/Files/4-6-1.pdf>>. Acesso em 31.05.2017.