FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Os Contratos de Investimento-Anjo no Brasil: Estrutura Contratual Mais Benéfica para o Investidor na Atual Legislação Brasileira

Gisela Burle Cosentino

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 04.07.2022

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O mundo da inovação é majoritariamente construído pelas chamadas "startups". Startups são empresas em etapa inicial de operação, que desenvolvem um modelo de negócios inovador, seja ele um produto ou serviço, com o intuito de solucionar um problema vivenciado por uma grande quantidade de pessoas, físicas ou jurídicas, e que, portanto, possuem um alto potencial de escalabilidade. Estas empresas costumam possuir despesas altas e ter receita limitada, sendo assim permeadas por um alto risco atrelado a um alto potencial de retorno em prazo razoável. A principal forma encontrada por essas empresas para fazer frente às altas despesas e à receita limitada é a captação de recursos externos, nas chamadas rodadas de investimento que formam a indústria de Venture Capital.

As rodadas de investimento são conduzidas pelos empreendedores (geralmente denominados fundadores) e por investidores. Estes podem ser investidores-anjo, investidores institucionais, *family offices*, bancos de investimento e outras instituições financeiras ou até empresas consolidadas com braço voltado à inovação. Cada um destes investidores tem diferente apetite para risco, diferente estratégia de investimento e ingressa na startup em uma determinada fase de seu ciclo de vida. Estas fases são conhecidas como *early*, *mid* e *late stage*.

O chamado *early stage* é a fase inicial de vida da startup. Neste momento, as rodadas de investimento costumam ser conduzidas por investidores-anjo, que

costumam ser executivos seniores ou fundadores que já construíram suas startups e se capitalizaram após um evento de liquidez.

Como, estes investidores ingressam nas startups em período muito inicial, o fator principal que costuma influenciá-los na percepção de valor das startups é a experiência do time fundador, somada às perspectivas do mercado alvo e ao *product/market fit* do produto ou solução desenvolvidos. Estes investidores costumam trazer valor para a startup não apenas em razão não só do capital que disponibilizarão para a startup, mas também pelo seu conhecimento no setor de mercado e até mesmo por sua experiência no ecossistema de inovação e captação de recursos.

Como tentativa de disciplinar juridicamente esta forma de investimento e incentivar o capital de risco no país, foi editada a Lei Complementar nº 155/16, que positivou a figura do investimento-anjo e estabeleceu diversas regras para regular a atividade. Veja-se:

> "Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.
>
> § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.
>
> § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.
>
> § 3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.
>
> § 4º O investidor-anjo:
>
> I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;
>
> II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;
>
> III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.
>
> § 5º Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade.

> § 6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.
>
> § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.
>
> § 8º O disposto no § 7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros.
>
> § 9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.
>
> § 10. O Ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido."

Ocorre, contudo, que a construção legislativa impôs diversas condições ao investimento-anjo que não costumam ser prática de mercado. Assim, por mais que a partir de 2016 tenha passado a existir a figura contratual do investimento-anjo, muitos investidores em fase inicial costumam optar por contratos diversos para realização das rodadas de investimento.

Neste sentido, em 2021, foi editada a Lei Complementar nº 182/2021, conhecida como Marco Legal das Startups, que trouxe um rol exemplificativo dos tipos contratuais utilizados para investimento em startups:

> Art. 5º As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.
>
> § 1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por meio dos seguintes instrumentos:
>
> I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;
>
> II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;
>
> III - debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;

> IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;
>
> V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;
>
> VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;
>
> VII - outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa.

Diante de tantas opções, típicas e atípicas, para estruturação do contrato de investimento-anjo, este trabalho propõe-se a analisar a figura do investimento-anjo no Brasil sob seus aspectos jurídicos, buscando encontrar, a partir de uma análise dos principais interesses dos investidores e sob o modelo de pesquisa de resolução de problema, a estrutura contratual mais benéfica à realização de uma rodada de investimentos *early stage* no Brasil, sob o ponto de vista do investidor-anjo.

2. **Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso**

Contextualização fática

Em que consiste o chamado Investimento-Anjo? Qual a sua importância para o ecossistema de startups? Qual seus elementos essenciais?

- Análise de relatórios disponíveis elaborados por entidades atuantes na indústria de Venture Capital no Brasil.
- Análise da legislação existente sobre o assunto, especialmente a Lei Complementar nº 155/2016.

Qual a origem do Investimento Anjo e quais as estruturas contratuais mais utilizadas para realização de aporte em startups por investidores anjo?

- Bibliografia estrangeira sobre a indústria de Venture Capital.
- Análise da legislação existente sobre o assunto, especialmente a Lei Complementar nº 155/2016 e Lei Complementar 182/2021.

Quais os principais interesses dos investidores, a serem resguardados, na celebração de contrato de Investimento-Anjo?

- Bibliografia nacional e estrangeira sobre a indústria de Venture Capital.
- Análise de relatórios disponíveis elaborados por entidades atuantes na indústria de Venture Capital no Brasil.

- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

Qual o tipo contratual mais utilizado para realização de Investimento-Anjo no Brasil? Quais os principais problemas enfrentados na elaboração de contratos para a realização Investimento-Anjo no Brasil? Quais os principais riscos evidenciados nestes contratos para os investidores?

- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.
- Análise da legislação existente sobre o assunto, especialmente a Lei Complementar nº 155/2016 e Lei Complementar 182/2021.
- Análise de modelos contratuais levantados junto a investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros.

Referencial teórico-normativo

Qual a diferença entre o conceito de Investimento-Anjo na legislação brasileira e o conceito de Investimento-Anjo no mercado de Venture Capital?

- Bibliografia nacional sobre a indústria de Venture Capital.
- Consulta à legislação brasileira.
- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

Qual a legislação aplicável ao Investimento-Anjo no Brasil?

- Bibliografia nacional sobre a indústria de Venture Capital.
- Consulta à legislação brasileira.

Qual a legislação aplicável aos demais tipos contratuais que podem ser utilizados para realização de Investimento-Anjo no Brasil?

- Bibliografia nacional sobre a indústria de Venture Capital.
- Consulta à legislação brasileira.

Abordagem analítica

Quais as diferenças existentes entre os tipos de contrato para realização de investimento em startups previstos no Art. 5º do Mercado Legal das Startups?

- Bibliografia nacional sobre a indústria de Venture Capital.
- Consulta à legislação brasileira.

- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

Quais os tipos de contrato atípico para o direito brasileiro (não previsto nos incisos I a VI do Art. 5º do Marco Legal das Startups) que são utilizados por investidores-anjo no panorama mundial e que poderiam ser enquadrados no inciso VII do Art. 5º?

- Bibliografia nacional e estrangeira sobre a indústria de Venture Capital.
- Consulta à legislação brasileira.
- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

Quais os principais desafios e pontos de atenção, na perspectiva brasileira, para a utilização de cada tipo de contrato típico e dos eventuais contratos atípicos para investimento anjo? Como estes desafios podem ser enfrentados?

- Consulta à legislação brasileira.
- Consulta à jurisprudência pãtria.
- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

Recomendações finais

Qual o tipo contratual ideal para realização de Investimento Anjo, por investidores, no Brasil?

- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.
- Compilado da análise legislativa, doutrinária e jurisprudencial brasileira.

Quais os termos, condições e cláusulas ideais a serem observadas no contrato para realização de Investimento Anjo no Brasil?

- Questionários e entrevistas com investidores-anjos, advogados e/ou assessores financeiros atuantes na área.

2. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Atualmente, as rodadas de investimento-anjo *early stage* são realizadas sem muito auxílio de advogados, haja vista o pequeno valor das rodadas e o volume de rodadas de investimento conduzidas por cada investidor. Muitas vezes, ainda, em razão da possibilidade de celebração de contratos típicos e

atípicos para implementação de rodadas de investimentos, os investidores-anjo utilizam modelos padrão de contratos, encontrados na internet, sem que tenham conhecimento dos impactos jurídicos de cada modelo específico.

O presente trabalho se destina a explorar as possibilidades de estruturas contratuais para implementação do investimento-anjo, a fim de apoiar os investidores-anjos e os advogados que trabalham nesta fase da vida das startups, fornecendo ferramentas para identificação do modelo jurídico mais benéfico ao investidor.

A partir da identificação do modelo de contrato para investimento-anjo mais benéfico ao investidor, espera-se apoiar o ecossistema de inovação e auxiliar na ampliação de segurança jurídica para viabilizar o capital de risco no país.

3. **Familiaridade com objeto da pesquisa**

Desde 2017, atuo diariamente com operações de investimentos, fusões e aquisições, notadamente com empresas de base tecnológica. Desde o início de minha atuação como advogada, tenho assessorado investidores institucionais e estratégicos na implementação de seus investimentos, mediante aquisição de participação societária, assessorando clientes com a negociação, elaboração e implementação dos referidos contratos e operações.

Em grande parte das operações em que atuei, estive ao lado dos investidores e tive a oportunidade de verificar os diferentes interesses de cada investidores, em cada fase do ciclo de vida de uma startup. Aprofundado o conhecimento na área e a familiaridade com os interesses especiais dos investidores em rodadas de investimento, no último ano foquei ainda mais minha atuação em operações de Venture Capital, incluindo mediante assessoramento de fundos de investimento que atuam em rodadas *early stage*.

5. **Bibliografia preliminar**

BOTREL, Sérgio. *Novos temas de direito e corporate finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020.

COELHO, Giuilliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre startups e investidores anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. *Contractual Innovation in Venture Capital*. Hastings Law Journal, v.66, 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417431&download=yes. Acesso em: 23 jun. 2022.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada.* 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FAJERSTAJN, Bruno; SANTOS, Ramon Tomazela. O ágio na subscrição de quotas de sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. *Venture Deals*. 4. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2019.

FLACH, Pedro; LOPES DA SILVA, Layon. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MAGENNIS, Darren; WATTS, Edward; WRIGHT, Sue. *Convertible Notes: the debt versus equity classification problem*. Disponível em: https://www.academia.edu/27147635/Convertible_notes_the_debt_versus_equity_classification_problem. Acesso em: 29 jun. 2022.

MARTINS, Fran. C*urso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

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

MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antonio Godoy. *Startups: aspectos jurídicos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Panorama Jurídico dos Investimentos em Startups no Brasil. In: ROVAI, Armando Luiz; FINKELSTEIN, Maria Eugênia; NORONHA, Ilene Patrícia de (coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 90, out-dez. 2020.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. Financiamento da startup. In: OIOLI, Erik Frederico. *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil.* São Paulo: Almedina, 2018.

RUFINO DA SILVA, Isabella. Troca ou permuta. In: CAMPOS, Alyson Rodrigo Correia; CASTRO, Torquato da Silva. *Dos contratos*. Recife: Nossa Livraria, 2012.

SILVA FILHO, Emanoel Lima da. *Contratos de investimento em startups–os riscos do investidor-anjo*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SUSSEKIND, Carolina; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia. *Fusões e Aquisições em Foco.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

WILLIAMS, Spencer. *Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms*. Fordham Journal of Corporate & Financial Lawv. 23, n. 1, 2017. Disponível em: https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf.Acesso em: 29 jun. 2021.

6. **Cronograma de execução**

	2022					2023												2024			
Atividade	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	Horas
Revisão de bibliografia, legislação e relatórios da indústria	■	■	■	■	■																55
Questionários e entrevistas com participantes da indústria						■	■	■	■												70
Compilação dos resultados dos questionários e entrevistas									■												60
Aprofundamento bibliogrático									■	■	■										45
Análise e interpretação dos dados coletados								■	■	■	■	■	■								100
Qualificação dos elementos de pesquisa e verificação do enquadramento de hipóteses										■	■										30
Redação						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■					150
Revisão do texto																	■	■			50
Ajustes finais																			■		30
Depósito																				■	0