

**INSTITUTO BRASILIENSE DE DIREITO PÚBLICO
IDP UNIDADE ACADÊMICA DE GRADUAÇÃO
CURSO DE DIREITO**

PAULO HENRIQUE ATTA SARMENTO

RA: 1410703

**Estudos quanto a Natureza Jurídica do retorno de investimento do investidor-anjo
previsto na Lei-Complementar nº 155/2016**

Brasília

2018

Paulo Henrique Atta Sarmento

Estudos quanto a Natureza Jurídica do retorno de investimento do investidor-anjo
previsto na Lei-Complementar nº 155/2016

Tese de Graduação apresentada no Instituto
Brasiliense de Direito Público para a obtenção do
Título de Bacharel em Direito.

Área de Concentração: Direito Tributário e Direito
Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Ulisses Schwarz Viana.

Brasília
2018

Paulo Henrique Atta Sarmento

**Estudos quanto a Natureza Jurídica do retorno de investimento do investidor-anjo
previsto na Lei- Complementar nº155/2016.**

Tese de Graduação apresentada no Instituto
Brasiliense de Direito Público para a
obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Brasília, 26 de novembro de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.: _____

Julgamento: _____

Instituição: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____

Julgamento: _____

Instituição: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____

Julgamento: _____

Instituição: _____

Assinatura: _____

“Para todo problema complexo existe sempre uma solução simples, elegante e completamente errada.”

Henry Louis Mencken

RESUMO

Introduzida ao ordenamento jurídico por intermédio da Lei Complementar nº 155, de 2016, o Contrato de Participação do Investidor-Anjo em empresas *startup* buscou trazer uma nova forma de financiamento das empresas embrionárias que fosse igualmente benéfico aos interesses destas e dos Investidores externos. Contudo, devido sua inventividade e imprecisão semântica, o instrumento normativo trouxe consigo diversas dúvidas quanto sua aplicabilidade. Neste intuito, o presente trabalho procurou analisar a norma sob a ótica do Direito Tributário, da Análise Econômica do Direito. Por fim, traçou um paralelo da legislação pátria com o ordenamento Indiano, sob a ótica do Direito Comparado.

Palavras-chaves: Investidor-Anjo; *Startup*; Direito Tributário; Direito Comparado; Análise Econômica do Direito; Contrato de Participação.

ABSTRACT

Introduced to the legal system through the Complementary Law nº 155, from 2016, the Angel Investor's Contract of Participation in Startup companies sought to bring a new alternative for the financing of these embryonic companies that was equally beneficial for its and the external investors' interests. However, due to its inventiveness and semantical imprecision, the normative mechanism brought along with it many doubts about its applicability. Therefore, the present work sought to analyze the norm from Tax Law's and Law & Economics' point of view. In conclusion, traced a parallel between the Brazilian legislation and India's legal system, according to Comparative Law.

Key-Words: Angel Investor; Startup; Tax Law; Comparative Law; Law & Economics; Participation's Contract.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Taxa de mortalidade de empresas de dois anos, por porte. 6

Sumário

| | | |
|--------|--|----|
| 1. | INTRODUÇÃO | 1 |
| 2. | O INSTITUTO DO INVESTIDOR-ANJO | 2 |
| 2.1. | Uma conceituação histórica | 2 |
| 2.2. | Histórico do Investidor-Anjo no Brasil..... | 5 |
| 3. | TRIBUTAÇÃO DO RETORNO DE INVESTIMENTO | 10 |
| 4. | ANÁLISE DA NORMA SOB O VIÉS DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO | 14 |
| 4.1. | Os riscos do Investimento-Anjo..... | 16 |
| 4.2. | O retorno do Investimento-Anjo | 18 |
| 4.2.1. | A lei complementar como legislação simbólica | 20 |
| 5. | ESTUDO COMPARATIVISTA DO INVESTIMENTO-ANJO | 21 |
| 5.1. | O Instituto Do Investidor-Anjo No Ordenamento Jurídico Indiano | 21 |
| 5.2. | Análises Comparativas dos Ordenamentos..... | 25 |
| 6. | CONCLUSÃO | 27 |

1. INTRODUÇÃO

Hodiernamente, um fenômeno vem ocorrendo em todo mundo, alterando os paradigmas da Economia Globalizada e afetando profundamente o ramo do Direito Empresarial, sendo este a multiplicação e proliferação das denominadas empresas *Startup*, fato produto da disseminação do chamado Pensamento Empreendedor.

Devida sua grande inovação, resultando em uma ruptura para com os modelos tradicionais de definição das Empresas, esta estruturação empresarial gera divergência em diversos ramos das Ciências Sociais. Visando dirimir possíveis dissonâncias cognitivas decorrentes de diferentes interpretações atribuídas ao instituto das empresas *Startup*, destinarei parte do primeiro capítulo do artigo a delimitar o conceito deste.

Posteriormente, será elaborada a contextualização histórica do investidor-anjo e sua relevância e funcionamento no mercado de investimento pátrio. Este termo, proveniente do jargão anglo-saxão *Angel investor*, trata de investidores capitalistas externos à atividade empresarial que aportam um montante pecuniário para alavancar o investimento desta e, em um prazo fixado *ex ante*, poderão resgatar este valor acrescido do percentual de lucro o qual o seu investimento possibilitou.

Visando fomentar o investimento das atividades empresariais por investidores externos e dirimir a mortalidade destas, a Lei Complementar nº 155 positivou as garantias de direitos aos investidores-anjos. Entretanto, restam dúvidas quanto certos aspectos da norma, quais procurarei elaborar ao decorrer do trabalho.

Passado este momento inicial de conceituação dos institutos sob a perspectiva do direito empresarial, passaremos à conceituação deste sob a perspectiva do Sistema Tributário nacional.

Posteriormente à análise do instituto sob a ótica tributarista, realizarei uma abordagem sob a perspectiva da Análise Econômica do Direito, buscando aferir a praticabilidade da diretriz legal de acordo com ditames pertencentes às Ciências Econômicas.

Por fim, esboçarei um estudo comparativista do instituto, buscando demonstrar como este está sendo aplicado em demais ordenamento, dando ênfase à análise deste no ordenamento jurídico indiano. Por fim, farei um paralelo da experiência estrangeira com a realidade pátria.

2. O INSTITUTO DO INVESTIDOR-ANJO

2.1. Uma conceituação histórica

A economia mundial passa por um modelo de reinvenção. Diversos conceitos tradicionalmente estabelecidos estão sofrendo questionamentos quanto sua viabilidade em uma sociedade reinventada. Esta oxigenação dos modelos empresariais tradicionais trouxe consigo o conceito das empresas *Startup*.

Este termo encontra definição em diversos ramos do conhecimento. Contudo, nos aterremos aos conceitos empresariais e jurídicos. De acordo com o viés da Administração de Empresas, podemos delimitar uma empresa *startup* como:

“(...) pequenos projectos empresariais, ligados à investigação e desenvolvimento de ideias inovadoras, frequentemente de base tecnológica, mas também podem resultar da iniciativa de grandes grupos de empresariais, como no caso da indústria de componentes automóveis ou de telecomunicações.”¹

Já o autor Steven BLANK, ao delimitar o conceito de *startup*, definiu-as como um planejamento empresarial cabível de repetição e escalonamento. Sendo assim, um empreendimento que, *a priori*, se apresente diminuto, capaz de se replicar de maneira sustentável e sem perder sua operacionalidade².

Contudo, a conceituação mais relevante para este trabalho acadêmico será a constituída pelo Sistema Jurídico. Dentro do ordenamento pátrio, podemos realizar a classificação das atividades empresariais de diversas formas. Para fins do estudo, utilizaremos o conceito objetivo contido na Lei Complementar nº 123/2006, a qual utiliza como parâmetro a receita bruta anual da pessoa jurídica.

O artigo 3º desta lei traz expressamente estes critérios:

Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

¹ TABORDA, Ana. **O Que é uma Empresa Startup?** Disponível em: <http://gesentrepreneur.com/pdf/o_que_e_uma_start_up.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2018.

²Blank, 2006. p. 2-3

I - no caso da microempresa, afigure, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e

II - no caso de empresa de pequeno porte, afigure, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais).³

Dito isto, apesar de certas correntes doutrinárias serem avessas a esta equiparação, trataremos empresas *startup* como microempresas ou empresas de pequeno porte, apesar de seu potencial de crescimento, o que, eventualmente, trará o seu desenquadramento destes ditames expressos na letra legal.

Nas últimas décadas, com o crescimento de *Startups*, muitas vezes relacionadas ao ramo da tecnologia, empresas que, resguardadas os paradigmas macroeconômicos vigentes até meados dos anos 70, seriam fagocitadas por conglomerados multinacionais e somente fomentariam o oligopólio qual regia o mercado vigente no momento, cresceram e, eventualmente, desbancaram multinacionais centenárias, quadro que se pensaria impossível ao momento.

Contudo, um dos maiores percalços na intentada de uma *startup* é a falta de liquidez para financiar suas operações, como é demonstrado no artigo publicado pela OECD⁴

“Access to finance for new and innovative small firms involves both debt and equity finance. Even before the recent financial crisis, banks were reluctant to lend to small, young firms due to their perceived riskiness and lack of collateral. The financial crisis widened the existing gap at the seed and early stage with bank lending to falling startups and venture capital firms moving to later investment stages where risks are lower”⁵

Como estas *startups*, muitas vezes com um baixíssimo capital social aportado, se limitando ao investimento dos próprios sócios, e ativos escassos, conseguiram alcançar patamares colossais, chegando ao ponto de uma empresa como a *Amazon* chegar ao valor

³ BRASIL. Lei Complementar n. 123, de 14 de dez. de 2006. **Estatuto das Pequenas Empresas e Empresas de Pequeno Porte**, Dezembro 2006.

⁴ OECD. 2011. p. 9.

⁵ Tradução Livre: “Acesso a financiamento para novas pequenas empresas de inovação envolve débitos e financiamentos de capital próprio. Até mesmo antes da crise, bancos eram relutantes em emprestar capital a novas pequenas empresas pois estas demonstram risco e falta de garantias. A crise financeira ampliou a lacuna existente no estágio de semente e iniciais com bancos emprestando para *startups* falindo e *venture capital firms* movendo o investimento mais tardio com o risco reduzido.”

de mercado de um Trilhão de Dólares⁶? Certamente, um dos fenômenos que melhor explica este quadro é o auxílio dos Investidores-Anjo.

A ideia de um investidor externo com maior poder aquisitivo aportar recursos a negócios o qual este considere de inovação, seja por motivos ideológicos ou na busca por retornos financeiros, não nos é de todo incomum, remontando até mesmo à noção do Mecenato, prática comum no período renascentista, onde a burguesia, casta social em ampla ascensão causada pelo alto influxo de capital provenientes das grandes navegações, financiava artistas das mais diversas áreas, com o intuito de angariar renome social à época.

Desta mesma maneira, o instituto objeto do estudo possui suas raízes atreladas à cultura e à arte. Os primeiros registros relacionados ao uso do termo *Angel Investor* remontam ao início do século XX, onde investidores bem-sucedidos aportavam capital para o financiamento de peças de teatro da Broadway, em Nova Iorque.⁷

Relatos de empresas de pequeno porte que ultrapassaram estes estágios iniciais graças ao investimento anjo são incontáveis. Um dos casos de maior destaque certamente é o ocorrido com a Empresa de Tecnologia *Apple Computer Inc.* Fundada no dia 1º de abril de 1976 por Steve Jobs, Steve Wozniak e Ronald Gerald Wayne, funcionários da *Atari Inc.*, gigante do mercado de jogos eletrônicos.

Recebendo respostas negativas de bancos e de fundos de capital de risco (*Venture Capital Funds*), a empresa manteve-se inicialmente pelo capital pessoal de Steve Jobs. O empresário aposentado Armas Clifford “Mike” Markkula Jr., contagiado pela ambição de Jobs e extasiado pelas habilidades de programação de Wozniak, tornou-se investidor da empresa em novembro de 1976, aportando o valor de \$92.000,00 (noventa e dois mil dólares) e garantindo uma linha de crédito de \$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil dólares) junto ao *Bank of América*, tornando-se assim o primeiro Investidor-Anjo da *Apple Inc.*⁸.

Este quadro acima demonstra como o investimento externo pode ser crucial para a vitalidade e longevidade de uma *startup*, sendo o Investidor-Anjo um modelo muito simplificado para a angariação de capital.

Dados da OECD de 2009 estimam que o montante, em dólares, de capital girado

⁶ STREITFELD, David. **Amazon Hits \$1,000,000,000 in Value, Following Apple.** Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2018/09/04/technology/amazon-stock-price-1-trillion-value.html>>. Acesso em: 12 out. 2018

⁷ Markova, Petkovska-Mircevska. 2009.

⁸ Linzmayer. 2004

nos Estados Unidos fora de \$17.700 bilhões (dezessete bilhões e setecentos milhões de dólares), chegando a quase trezentos e cinquenta grupos/redes de investidores anjo neste mesmo ano⁹. Em 2016, este valor chegou a \$24 bilhões (vinte e quatro bilhões de dólares) aportados a sessenta e quatro mil *Startups*¹⁰.

Mesmo sendo um investimento arriscado, registrando-se uma mortalidade de 56% (cinquenta e seis por cento) das empresas, 9% (nove por cento) destas chegam a multiplicar em dez vezes o capital aportado pelo investidor-anjo¹¹. Apresentado este quadro, fica evidente que este método de capitalização empresarial é extremamente vantajoso, tanto para a empresa quanto para o investidor, ponderados os riscos de oportunidade da investidura.

2.2. Histórico do Investidor-Anjo no Brasil

A Constituição Federal de 1988 garante um vasto rol de benefícios a este ramo de empresas, sendo este um dos baluartes do sistema econômico pátrio, possuindo este animus, inclusive, um artigo próprio no texto constitucional, em seu artigo 179, o qual diz:

“A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei.” (BRASIL, 1988)

Ainda quanto este dispositivo constitucional:

Na busca de preservar a função social da empresa, o objetivo a que se propõe a norma é garantir que estas pequenas empresas desenvolvam suas atividades econômicas de forma plena. Isto porque tributar de maneira formalmente igual pequenas e grandes empresas implica em sobreonerares as pequenas, em detrimento das grandes. Daí pretensão de assegurar o princípio da livre concorrência (art. 170, IV) e o princípio da isonomia entre contribuintes (art. 150, II).

Desse modo, elevar este tratamento diferenciado ao status constitucional demonstra a importância destas empresas para o mercado brasileiro, pois geram empregos; oferecem produtos e serviços atendendo ao princípio da

⁹ OECD. 2011.

¹⁰ Angel Capital Association. **The American Angel.** Disponível em: <<https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/TAAReport11-30-17.pdf?rev=DB68>>. Acesso em: 20 nov. 2018

¹¹ OECD. 2011.

defesa dos interesses do consumidor e às premissas da livre concorrência; desenvolvem tecnologias; enfim, participam ativamente em prol do desenvolvimento socioeconômico e para alcançar os objetivos em direção de justiça social.¹²

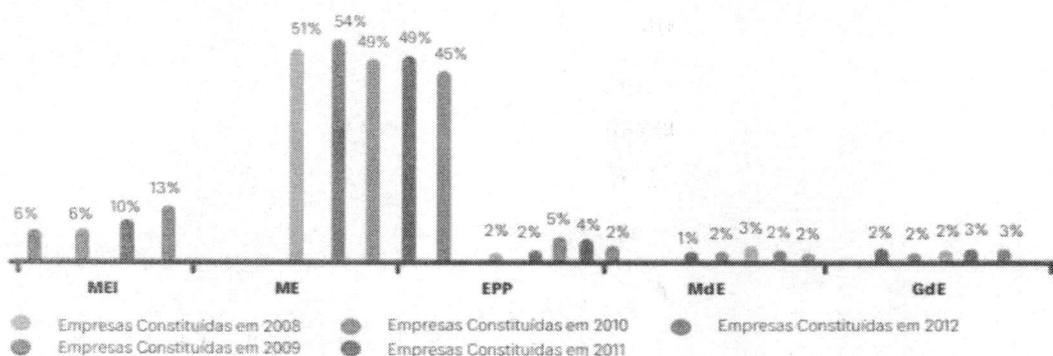
Contudo, esta norma expressa no texto constitucional é uma norma de eficácia contida, devendo o Poder Legislativo editar normas infraconstitucionais para que este direito garantido na constituição possa ser efetivado no mundo jurídico concreto¹³.

Tendo isto em mente, o legislador infraconstitucional arquitetou um arcabouço legislativo que, inegavelmente, gerou uma série de proveitos ao micro e pequeno empresário, sendo este coroad com a Lei Complementar nº 123, de 2006.

Entretanto, o ecossistema pátrio de incentivo das micro e pequeno empresas não é de todo favorável, possuindo estas índices de mortalidade elevado. Este gráfico do SEBRAE apresenta em parte quão arriscada é a intentada de empresas pequenas acobertadas pelo sistema jurídico pátrio:

Figura 1: Taxa de mortalidade de empresas de dois anos, por porte.

GRÁFICO 10 – TAXA DE MORTALIDADE DE EMPRESAS DE DOIS ANOS, POR PORTE



Fonte: <https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/sobrevida-das-empresas-no-brasil-102016.pdf>.

A partir da análise dos dados contidos no gráfico acima, podemos aferir que investir nestas empresas possui um risco inerente, sendo aproximadamente de 50% (cinquenta por cento) o índice de mortalidade das micro empresas e de aproximadamente 5% (cinco por cento) das empresas de pequeno porte nos dois primeiros anos.

¹² Canotilho, Mendes, *et al.*, 2013.

¹³ Silva. 1967. p. 82-83

Já quando estes dados se referem às empresas *Startups*, o índice de mortalidade nos quatro anos é de 50% (cinquenta por cento) e até os treze primeiros anos, atingem o patamar de 75% (setenta e cinco por cento)¹⁴.

Mesmo que possam favorecer em certos aspectos as empresas *Startups*, a legislação pátria para os negócios ainda não é favorável para os empreendedores, figurando em 125º colocado no ranking mundial *Doing Business 2018*, produzido pelo Banco Mundial, qual mede as condições de negócios em diversos países¹⁵.

Contudo, mesmo sendo evidente o risco deste investimento de empresas *startups* no Brasil, um movimento cresceu de maneira relevante no Brasil nos últimos anos, sendo o dos Investidores-Anjos, encabeçado pelo movimento Anjos do Brasil, qual se mostrou fundamental para uma tentativa de reversão deste quadro de falência prematura, mesmo de maneira ainda marginal, por não haver norma regulamentadora ao momento.

Até o advento da Lei Complementar nº 155, de 2016, os contratos entre um Investidor-Anjo e a empresa que se buscava fomentar se davam de diversas maneiras. Com o passar do tempo, duas modalidades contratuais tornaram-se utilizadas predominantemente, sendo estas os contratos de Mútuo e a Sociedade por Conta de Participação.

O contrato de mútuo, previsto no artigo 586 do Código Civil, se caracteriza pela entrega de bem fungível de forma temporária, devendo o mutuário devolver ao mutuante coisa de mesma espécie, qualidade e quantidade. Ao mutuário, cumpre o dever de guarda e conservação do bem mutuado, recaindo sobre ele qualquer tipo de perda ou prejuízo¹⁶. Contudo, estas disposições estavam cabíveis de negociação entre as partes, respeitada a autonomia da vontade dos contratantes e respeitados os limites da legalidade.

Apesar de possuir em sua origem, datada do Direito Romano, como sendo um contrato gratuito, atualmente os contratos de Mútuo já preveem uma remuneração ao mutuante, utilizando-se a roupagem de juros. A escolha do índice utilizado dentre as partes resta à mercê da autonomia destas. Contudo, esta remuneração não possui comumente uma grande vultuosidade, haja vista que pode caracterizar uma disparidade contratual e, possivelmente, um vício ou até mesmo ser qualificada a agiotagem¹⁷.

¹⁴ Arruda, Nogueira, et al. 2015

¹⁵ World Bank Group. **Doing Business 2018.** Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingsBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

¹⁶ Rizzardo, 2014. p. 288-289.

¹⁷ Diversos julgados do Superior Tribunal de Justiça já demonstraram este receio com esta modalidade contratual, chegando o Magistrado à conclusão de, caso fossem abusivos os valores dos juros

Outra forma de remuneração qual se mostrou extremamente interessante fora a conversão deste valor mutuado em quotas societárias da empresa, na mesma proporção do valor aportado acrescido de juros. Alcançado o prazo estabelecido entre as partes para a vigência do contrato, seria revertido este valor aportado, acrescido dos juros acordados, em uma quantidade proporcional de quotas, tornando-se assim o Investidor-Anjo em sócio da empresa, caso assim o desejasse.

Além desta modalidade de investimento pré-Lei Complementar nº 155, correntemente empregava-se o Contrato de Sociedade em Contas de Participação ao Investimento-Anjo. Apesar de possuir esta denominação, há uma divergência doutrinária quanto a real feição de contrato societário deste pacto. Parte da doutrina entende que esta nomenclatura está incorreta, pois leva a entender ser uma modalidade de sociedade empresarial, sendo que nada mais é que um contrato de investimento comum¹⁸.

Neste método de aplicação, com previsão no artigo 991 do Código Civil, existem dois polos na relação, os sócios ostensivos, qual respondem ilimitadamente a terceiros e de forma individualizada, e os sócios ocultos, que não se apresentam a terceiros, não assumindo qualquer tipo de responsabilidade perante o público¹⁹. Não há de se falar de empresa neste momento, sendo uma atividade empresarial despessoalizada, outro fator que demonstra o caráter não societário da movimentação, pois nem mesmo necessita de formalidades ou registros²⁰

Este molde se mostrou extremamente vantajoso para os Investidores-Anjo, dada a sua total independência em relação à atividade empresarial, nem mesmo se mostrando a terceiros. Este valor investido pode até mesmo ser destinado a uma finalidade específica, haja vista que não pertence propriamente à atividade empresarial²¹.

Após a Lei Complementar nº 155, de 2016, fora introduzido uma nova forma de contrato de investimento pelo Investidor-Anjo ao ordenamento, sendo este o contrato de Participação, qual possui certas peculiaridades em relação aos demais modelos apresentados anteriormente.

A norma traz limitações à liberdade das partes ao firmar o contrato, sendo estas o

remuneratórios, restaria caracterizado Mútuo Feneratício na relação contratual, sendo restabelecidos as alíquotas dos juros aos parâmetros legais. Podemos destacar o r. Acórdão do Agravo Regimental em Recurso Especial nº 1.370.530/RS, de relatoria do Ministro Ricardo Villas Boas Cueva, da Terceira Turma do STJ.

¹⁸ Ulhoa, 2014. p. 513.

¹⁹ Tomazette, 2014. p. 302-303.

²⁰ *Ibid.* p. 303.

²¹ *Ibid.* p. 303.

teto da remuneração do Investidor-Anjo em até 50% (cinquenta por cento) do lucro da empresa beneficiada, o prazo mínimo de cinco anos para a vigência do contrato e máximo de sete anos, a obrigatoriedade do transcurso de dois anos para o exercício do direito de resgate do Investidor e a impossibilidade do Anjo em atuar na gerência da empresa, não possuindo nem mesmo direito de voto na administração desta.

Todas estas limitações possuem o propósito de preservar a independência operacional da empresa *startup*, assim como não deixar todo o potencial monetário nas mãos de um Investidor capitalista externo, resguardando o capital gerado na empresa. Estes haveres, prioritariamente, serão revertidos à manutenção de seu funcionamento e expansão. Contudo, há muito debate na doutrina quanto estas limitações, não sendo questão pacífica entre os empresários e investidores.

Porém, estas limitações não são gratuitas, pois esta mesma lei garante privilégios aos Investidores-Anjo, sendo estes os maiores atrativos deste modelo contratual. Apesar dos demais modelos contratuais possuírem, respectivamente, suas vantagens e desvantagens, não cabendo ao presente artigo esmiuçar estas, ambos os modelos utilizados antes do advento da Lei-Complementar nº 155 possuem pontos que se mostram desvantajosos em relação ao Contrato de Participação da Lei Complementar nº 155, sendo estes a impossibilidade de responsabilização do Investidor-Anjo em relação a dívidas cíveis, fiscais ou trabalhistas²², da empresa, para o caso da aplicação de uma Sociedade em Conta de Participação e a possibilidade de maiores lucros em relação ao contrato de Mútuo Conversível.

Esta proteção ao patrimônio individual do Anjo se mostrou um enorme ganho da norma, sendo expressa a previsão no inciso II, parágrafo 4º, Artigo 61-A da Lei Complementar, estando também categórica a vedação ao alcance do patrimônio pessoal do Investidor pela aplicação da Desconsideração da Personalidade Jurídica da *Startup*²³.

Não obstante, apesar de possuir vantagens inegáveis, este modelo contratual apresenta dúvidas quanto a sua aplicabilidade prática, principalmente quanto ao viés tributário, quais buscarei esclarecer e esmiuçar.

²² Apesar de ser predominante na doutrina a não responsabilização do Sócio Oculto em qualquer tipo de dívida, independentemente de sua espécie, julgado recente do STJ (Recurso Especial nº 1.647.362/SP) reconheceu a possibilidade de afetação pessoal do sócio oculto a partir da Desconsideração da Personalidade Jurídica, desde que se caracterize o benefício deste Sócio Oculto com o laboro da Empresa.

²³ Art. 61, §4º, II, LC nº 155. “O investidor-anjo: 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;”

3. TRIBUTAÇÃO DO RETORNO DE INVESTIMENTO

Ultrapassado este momento preparatório de conceituação dos institutos, passemos ao viés tributarista de nossa análise. Para efeitos didáticos, inicialmente determinarei quais são os proventos percebidos pelo investidor externo provenientes deste instituto e, posteriormente, observarei estes sob a ótica do Direito Tributário.

O parágrafo 7º do artigo 61-A da Lei Complementar nº 123 trata do direito ao Resgate do Investidor-anjo. Este direito potestativo do investidor externo garante a retirada de seu capital aportado, transcorrido o período mínimo de dois anos. A letra legal utiliza o termo “devidamente corrigido”, sendo assim, trataremos que esta se refere à correção monetária da inflação para o período que perdurou o aporte. Devido ao fato deste valor estar corrigido pelo índice inflacionário do período, este demonstra um aparente acréscimo patrimonial do Investidor-Anjo, haja vista que numericamente houve aumento.

Além deste, a norma trata do valor percebido pelo investidor decorrente do parágrafo 6º neste mesmo artigo 61-A da Lei Complementar, lendo-se:

“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.”²⁴

De acordo com a lei, o Investidor-Anjo possui o direito a uma remuneração pela sua aplicação proveniente dos resultados distribuídos referentes ao lucro da empresa, com limitação de 50% do ganho líquido desta.

Quanto a questão tributária das movimentações monetárias, a Lei Complementar se limita ao parágrafo 10 do artigo 61-A, estabelecendo que a tributação desta remuneração seja regulamentada pelo Ministério da Fazenda.

A respeito do direito de resgate, segundo o Egrégio Ministro Carlos AYRES BRITTO, a correção monetária nada mais é que a recomposição do valor real da moeda frente à inflação, sendo assim o valor nominal reajustado para que o valor real do aporte permaneça o mesmo, dada a depreciação natural da moeda²⁵.

Como esta correção não se enquadra com as hipóteses previstas no artigo 43 do Código Tributário Nacional, por não caracterizar provento decorrente de acréscimo

²⁴ BRASIL. Lei Complementar n. 123, de 14 de dez. de 2006. **Estatuto das Pequenas Empresas e Empresas de Pequeno Porte**, Dezembro 2006.

²⁵ Britto, 2006. p. 51-52.

patrimonial, mas sim simples reajuste do valor real e manutenção do poder aquisitivo daquele montante inicialmente investido, não há de se falar em incidência de qualquer tributo sobre este direito de resgate.

Quanto o parágrafo 10º do Artigo 61-A, a primeira indagação que pode ocorrer é quanto à legalidade deste dispositivo. Ao outorgar ao Ministério da Fazenda os poderes de regulamentação do tributo, estaria a Lei Complementar na realidade ferindo o preceito da Legalidade Estrita, axioma consagrado no inciso I do Artigo 150 da Constituição Federal?

Como bem sabido, este princípio tão valioso de nosso ordenamento jurídico-tributário, decorrente direto do princípio da Legalidade do art. 5º, inciso II, de nossa Carta Magna, estabelece que o instrumento válido para a introdução de um tributo em nosso mundo jurídico deverá ser a lei *stricto sensu*, devendo esta trazer em seu bojo os elementos descritores do fato jurídico e os dados prescritores da relação obrigacional, com as alíquotas e os contribuintes do tributo²⁶.

Atribuída esta faculdade, o Ministério da Fazenda editou a Instrução Normativa nº 1.719, de 2017, onde são descritos todos os elementos constitutivos da obrigação tributária. Neste instrumento normativo, é estabelecido que incidirá o imposto de renda retido na fonte sobre os rendimentos provenientes de: (i) a remuneração periódica a que faz jus o investidor-anjo; e (ii) o ganho no resgate do aporte.

Quanto à tributação do imposto de renda sobre o ganho no resgate do aporte, é flagrante a inconstitucionalidade pelas razões elaboradas anteriormente, além de ser contrário a entendimento pacificado do Supremo Tribunal Federal e do Superior Tribunal de Justiça.

Contudo, a questão mais sensível da Instrução Normativa, quanto o aspecto tributário, é a tributação do Imposto de Renda retido na Fonte sobre a remuneração periódica.

Ao nos aprofundarmos no histórico da Edição deste instrumento normativo, é possível extrair que, ao estabelecer as alíquotas e o fato gerador do Imposto incidente sobre a remuneração do Investidor-Anjo, o legislador administrativo se pautou claramente na Lei 9.779, de 1999, a qual trata da tributação de aplicações financeiras de renda fixa ou variável.

Desta forma, as alíquotas vigentes para a remuneração periódica do Investidor-

²⁶ Carvalho, 2014. p. 169.

Anjo foram estabelecidas nos mesmos parâmetros das aplicações financeiras, se tornando evidente pelo fato da Instrução Normativa parafrasear *ipsis litteris* o parágrafo relativo às alíquotas da lei 11.033, de 2004, lei esta que regulamentou o Imposto de Renda retido na fonte deste tipo de investimento.

As alíquotas estabelecidas foram assim determinadas:

Art. 5º Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em contratos de participação com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;

III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;

IV - 15% (quinze por cento), em contratos de participação com prazo superior a 720 (setecentos e vinte) dias.²⁷

Um elemento que expressa a falta de zelo do redator desta Instrução Normativa é o fato que os incisos I, II e III do artigo não possuem qualquer utilidade prática, somente, talvez, o de contrariar a Lei Complementar que deu origem ao instituto.

Ora, se a Lei Complementar, instrumento normativo hierarquicamente superior à Instrução Normativa editada, estabelece o prazo mínimo de 2 (dois) anos para o direito de resgate, sendo este o termo mínimo de extinção do contrato de participação do Investidor-Anjo, qual a serventia das demais alíquotas estabelecidas para contratos de menor duração?

Passada esta indagação, passemos ao outro ponto polêmico desta IN. Ao se utilizar de um instrumento legal alheio àquele que criou o instituto, está sendo realizada uma analogia do aporte de capital do Investidor-Anjo com aquele da Aplicação Financeira de Renda Fixa e Variável?

Como é bem delimitado em nosso Código Tributário Nacional, é impossível a criação de tributo por meio de analogia²⁸. Quanto a este ditame legal, o egrégio jurista Ives GANDRA assevera magistralmente:

²⁷ Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1.719, de 2017.

²⁸ Art. 108, §1º, CTN. “O emprego da analogia não poderá resultar na exigência de tributo não previsto em lei.”

“No campo da tributação, a obrigação sempre decorre da lei: *obligatio ex lege*. Não poderá haver, pois, crédito tributário do ativo sem que *lei* anterior o defina. Por isso o emprego da analogia não tem poder criativo de tributo. É a ‘segurança do direito’, em relação ao sujeito passivo da obrigação, para não ser colhido com nova exigência fiscal, nem sequer com o aumento de imposição preexistente”.²⁹

Realizando uma leitura da Lei nº 9.779, de 1999, qual estabeleceu o fato gerador do Imposto de Renda Retido na Fonte proveniente dos proventos das aplicações financeiras em Renda Fixa, fica claro o fato gerador deste tributo, sendo os rendimentos auferidos em qualquer aplicação ou operação financeira de renda fixa ou de renda variável³⁰.

Feita uma análise simplista do instituto do aporte de capital por parte do investidor-anjo, é possível enquadrá-lo nesta hipótese de fato gerador, dada a amplitude interpretativa desta.

A partir de uma interpretação hermenêutica do dispositivo normativo, o legislador lança mão de um termo que denota uma amplitude obtusa à espécie tributária, haja vista que este emprega o termo “qualquer aplicação ou operação financeira”. Sendo assim, partindo para uma análise ontológica do instituto, o legislador buscou atribuir à norma um caráter impreciso e o mais abrangível possível propositalmente.

Ao ser feita a leitura do restante da norma, é perceptível que o legislador adotou esta conduta peremptória no texto legal pois a regra deveria ser a incidência do tributo e, caso o legislador entendesse que poderia ser possível uma exceção a esta regra, poderia este editar uma lei subsequente que garantisse uma hipótese de isenção fiscal.

No parágrafo único do mesmo artigo 5º, o legislador demonstra esta possibilidade ao trazer uma hipótese de exclusão da regra geral contida no *caput* do artigo, remetendo esta a um rol previsto nos incisos do artigo 77 da Lei 8.981, de 1995.

Logo, não há qualquer tipo de vício de legalidade ou constitucionalidade na Instrução Normativa nº 1.719 da Receita Federal Brasileira, tão pouco no parágrafo 10 do Artigo 61-A da Lei Complementar 123, de 2006, destarte que o Legislador deste dispositivo normativo entendeu não ser necessária a elaboração de uma nova modalidade tributária incidente neste tipo de movimentação, tendo em conta ter entendido já haver legislação com regras gerais concernentes ao assunto. Desta forma, somente aplicou-se ao caso em voga a norma geral previamente estabelecida.

²⁹ Martins. 2008.

³⁰ Art. 5º da Lei 9.779, de 1999.

Todavia, ao realizar esta simplificação exagerada do instituto, o legislador subtraiu desta modalidade de investidor uma de suas características mais relevantes, que, dada a sua relevância, esta expressa no artigo introdutório do instituto, que é a finalidade de fomentação à inovação e à inventividade das empresas *startup*³¹, destinação esta que denominarei caráter filantrópico do investimento.

Além deste ponto, o investimento por parte do Investidor-Anjo é de toda forma *sui generis*, haja vista sua finalidade, de acordo com o exposto anteriormente, ou a seu risco de aplicação, algo que as demais aplicações financeiras não compartilham. Aplicar norma de caráter geral a esta relação contratual não respeita de qualquer forma suas peculiaridades, podendo demonstrar uma afronta ao princípio da pessoalidade, qual deve reger as normas tributárias.

Passada esta análise, partirei para um viés sob a ótica da Análise Econômica do Direito, buscando aferir a perda da possibilidade do legislador ao editar a mencionada norma.

4. ANÁLISE DA NORMA SOB O VIÉS DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Indubitavelmente, um dos ramos do direito que mais chamam a atenção dos juristas de todo o mundo atualmente é a Escola da Análise Econômica do Direito. Este campo do Estudo jurídico buscou conciliar princípios e metodologias das Ciências Econômicas ao Estudo do Direito.

As Ciências Econômicas, como instituição propriamente estabelecida dentro do âmbito acadêmico, são consideradas uma corrente relativamente recente, tendo suas origens atreladas aos estudos de Adam SMITH, marcado por sua obra *As Riquezas das Nações*, de 1776, considerado por muitos o marco inicial da economia moderna. Posteriormente, pensadores como Karl MARX e John Maynard KEYNES, iriam escrutinar esta disciplina, sofrendo esta diversas alterações e refinamentos até o material dilapidado estudado hodiernamente.

Por seus aspectos analíticos e científicos, as Ciências Econômicas, como

³¹ Art. 61-A, da Lei Complementar nº 155, de 2017. “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.”

metodologia, se mostraram de fácil aplicação nas mais diversas áreas, encontrando seu ápice de abstratação na denominada Escola de Chicago. O renomado economista Ronald COASE, integrante do corpo docente da instituição, com o auxílio do então reitor Aaron DIRECTOR, que pregava o diálogo das diferentes cadeiras e doutrinas estudadas no Campus, inspiraram o Jurista, então recém ingressado no meio Docente, Richard POSNER a lançar uma de suas mais renomadas obras, que influenciaram o pensamento jurídico das gerações futuras, *Economic Analysis of Law*, de 1973, disseminando assim a corrente da Análise Econômica do Direito às demais instituições acadêmicas de todo mundo.

As Ciências Econômicas, apesar de serem tecnicamente Ciências Humanas, estão localizadas em uma intercessão entre estas e as Ciências Exatas. Uma das características que herdou do ramo das ciências exatas é a pavimentação de todo o seu conhecimento e produção em premissas básicas, ou podemos chamar de Axiomas Econômicos.

Um dos Axiomas da Economia, amplamente aceito dentro da academia, é o fato de que os Agentes Econômicos, ao agirem de maneira racional, buscarão maximizar algum bem, seja o cidadão buscando maximizar capital, o político buscando maximizar votos ou o governo buscando maximizar direitos. Dessarte, este é o primeiro conceito que adotaremos, todo ator racional consegue escalar alternativas de acordo com a extensão do ganho almejado, sendo as Ciências Econômicas a ciência que estuda a tomada de decisão dos agentes³². Esta escolha da melhor alternativa é denominada *maximização* da utilidade subjetiva do produto almejado³³.

Outro conceito fundamental para nossa análise é o de *Utilidade*. Proveniente da teoria do consumidor, a Utilidade se refere à satisfação que certo indivíduo tem ao adquirir um bem. A cada unidade adquirida de um bem, menor tende a ser a utilidade dada a este item adicional, até chegar a um platô, onde há acréscimo irrisório de utilidade por cada adição, sendo esta utilidade escalonada a denominada Utilidade Total. A diferença entre a utilidade adquirida em cada aquisição é a denominada Utilidade Marginal.³⁴

Postos estes conceitos em prática, vejamos como estes se aplicam ao caso do Investidor-Anjo. O estudo da economia, apesar de teoricamente não partir de situações de externalidades, ao ser aplicado no caso concreto deve levar em consideração todas as

³² Cooter. Ulen, 2016. p. 12-13.

³³ Ibid. p. 14.

³⁴ Ibid. p. 20

variáveis existentes nas situações fáticas.

Caso uma das partes tenha dúvida quanto o resultado que será produzido da interação econômica, há incerteza e, consequentemente, risco em sua aplicação, o que influenciará completamente sua tomada de decisão.

Suponhamos uma situação onde um investidor depara-se com dois possíveis investimentos. No primeiro, qual será denominada E_1 , há menor risco, mas, em contrapartida, menor lucro e o segundo, denominada E_2 , existem ambos risco e lucro mais elevados, podendo até mesmo ser negativo o resultado da operação. Nesta situação hipotética, a economia, conciliando as definições de Utilidade com as externalidades risco e incerteza, criou a teoria da curva risco-utilidade.

Um investidor avesso ao risco escolheria a opção E_1 , pois enxerga menos utilidade no lucro de um investimento, preferindo por lucrar menos, porém, com segurança de retorno. Por outro lado, um investidor propenso ao risco faria a escolha E_2 , por enxergar grande utilidade no capital decorrente da interação.

Estando estes parâmetros propriamente estabelecidos, buscarei elaborar a propensão ao risco por parte do Investidor-Anjo, e a utilidade dada por este ao lucro quando executa um investimento.

4.1. Os riscos do Investimento-Anjo

Ao realizar uma escolha racional, qualquer investidor fará uma decisão sempre almejando maximizar o bem que lhe é precioso, sendo a variável mais comum para estas situações o lucro monetário.

O legislador, ao introduzir o instituto do Investidor-Anjo, buscou acrescentar uma nova possibilidade de investimento a este empreendedor, buscando satisfazer tanto os grandes investidores com uma possibilidade de retorno atrativo de aporte patrimonial como as pequenas empresas, atendendo as premissas constitucionais previamente elaboradas e incentivando a inventividade e oxigenação da economia.

Conforme busquei deixar claro anteriormente, esta forma de investimento é claramente de elevado risco, sendo suscetível a uma vasta escala de variáveis que podem gradar o retorno de investimento de zero até lucros exorbitantes, a depender do sucesso da empresa *startup*.

O investidor fará uma ponderação entre as diversas formas de investimento e, para cada um dos investimentos, este fará um sopesamento de risco e ganho provenientes

destas aplicações, sendo estes os chamados custos de oportunidade. Claramente, cada investidor possuirá uma maior ou menor aversão ao risco, cabendo esta análise ao ramo da Economia Comportamental.

Apesar da curva padrão da sociedade, principalmente dos investidores mais velhos³⁵, ser tendente à aversão ao risco, sendo este o perfil mais comum dos prováveis Investidores-Anjo³⁶, os Investidores que optarem pelo Investimento-Anjo certamente não se enquadram no grupo padrão, pois têm noção dos riscos inerentes ao seu investimento, haja vista sua ampla experiência de mercado e das realidades de diferentes investimentos.

Caso o Investidor seja avesso ao risco, provavelmente procurará aplicar seu dinheiro em alguma aplicação que gere menores incertezas quanto o retorno como existem diversas no mercado. Contudo, ao optar por um Investimento-Anjo, o empreendedor demonstra não ser um fator crucial para sua decisão o risco elevado da aplicação, pois está propenso ao risco.

Retomando a questão da curva de utilidade previamente elaborada, o Investidor-Anjo se encontraria no espectro dos investidores propensos ao risco, justamente por serem investidores mais experientes. Portanto, o elemento mais atrativo para investidores deste perfil é a margem de lucro, sendo maior a utilidade de seu investimento quanto maior seja o retorno, mesmo que isto implique uma perda maior em curto prazo.

Certamente, a inovação trazida no inciso II, parágrafo §4º, do Artigo 61-A, garantindo a não aplicação do instituto da desconsideração da pessoa jurídica por parte do Estado para alcançar o patrimônio individual do Investidor-Anjo foi proveitosa. Contudo, não se focou no cerne da questão do investimento anjo, sendo assim sub-ótima, haja vista que seu intuito era justamente trazer mais Investidores-Anjo para este meio,

Ao dar enfoque puramente no risco decorrente da aplicação não me parece ter afetado justamente o perfil mais corriqueiro dentre os Investidores-Anjo, quais são os investidores cientes do risco do empreendimento. E a norma não beneficiou o fator mais precioso para o investidor propenso ao risco, o lucro da operação, retirando uma fatia desta, o que se mostra extremamente contraproducente a um investidor que direciona grande utilidade ao lucro de seus investimentos.

A análise do custo de oportunidade do Investimento-Anjo não se limitará ao risco proveniente desta, mas também ponderará o retorno propriamente dito, o valor monetário

³⁵ Dal Ross. Dala Nora. Milani.2015.

³⁶ BARBOSA, Marystela. **Saiba quem são os investidores-anjo do Brasil.** Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/pme/quem-sao-os-investidores-anjo/>>. Acesso em: 30 out. 2018

originado sendo fator predominante em sua tomada de escolha.

4.2. O retorno do Investimento-Anjo

A partir de uma leitura da norma sob análise, o legislador não buscou somente beneficiar o grande investidor, agraciando-o com uma nova maneira de arrecadação de lucro. O caput do Art. 61-A não deixa dúvidas quanto ao caráter claramente social desta norma, o caráter filantrópico do investimento³⁷.

Apresentado pelos autores Stephen HOLMES e Cass R. SUNSTEIN em sua obra *The Cost of Rights: Why Liberty Depends on Taxes*, buscou-se desenvolver a ideia de que todos os direitos, até mesmo aqueles ditos de Primeira Geração, quais se caracterizam pela atividade negativa do Estado³⁸ teriam um custo intrínseco. Um direito tido como pináculo dos direitos individuais, o direito à propriedade, necessita custeio da manutenção do poder judiciário, que garanta a defesa dos direitos do cidadão frente terceiros que busquem esbulhá-lo, como exposto no trecho³⁹:

“Property is a legally constructed social relation, a cluster of legislatively and judicially created and judicially enforceable rules of access and exclusion. Without government, capable of laying down and enforcing compliance with such rules, there would be no right to use, enjoy, destroy, or dispose of the things we own.”⁴⁰

Neste ponto, entendo que os custos referidos pelos autores não se limitavam à definição tradicional, onde o Estado explicitamente custeia um direito, mas também possa se caracterizar como um custo do governo a isenção de certa atividade de sua tributação tradicionalmente devida, caracterizando-se assim efetivamente um custo estatal⁴¹. Ao declinar uma receita, o Estado está igualmente destinando recursos a procura de um direito. Dados os devidos incentivos fiscais, serão gerados mais proveitos à sociedade em sua abstenção em longo prazo que puramente o resultado monetário alcançado em curto

³⁷ Art. 61-A, da Lei Complementar nº 155, de 2017. “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.” (Grifo nosso).

³⁸ Mendes. Branco. 2012

³⁹ Holmes. Sunstein.1999. p. 57.

⁴⁰ Tradução livre: A propriedade é uma relação social construída legalmente, um amalgama de regras legislativas e judiciais criadas e judicialmente compelidas de acesso e exclusão. Sem o governo, capaz de afirmar e forçar submissão com estas regras, não haveriam direitos a serem usufruídos, aproveitados, destruídos ou dispostos sobre as coisas que possuímos.

⁴¹ *Ibid.* p. 21

prazo.

Sob esta perspectiva, esta lei buscou ampliar um direito à população diretamente, o direito à inovação e à livre iniciativa e, indiretamente, o direito ao emprego e renda, prestações estatais de caráter puramente público. Entretanto, adotou uma visão extremamente limitada em relação ao potencial deste instituto.

Caso suceda o Investidor-Anjo, os resultados serão repartidos entre o Estado e o Investidor. Caso fracasse, o investidor arcará plenamente com o ônus e, conforme demonstramos anteriormente, a grande maioria dos investimentos nesta modalidade estarão, probabilisticamente posto, mais propensos ao fracasso que ao sucesso.

Neste quadro e, de acordo com o já exposto, o investidor possui como seu maior objeto de valor o lucro, buscando maximizá-lo prioritariamente. Apesar de possuir a denominação “Anjo”, este procura beneficiar primariamente a empresa *Startup* qual este está aportando capital, se devendo a isto o caráter filantrópico do investimento. Os direitos sociais provenientes de sua atividade serão secundários, sendo dever do Estado observar o valor social de uma atividade econômica puramente capitalista.

É inegável o fato que este investidor, ao escolher investir em uma empresa *Startup*, está cumprindo um papel social, sendo mais correto o Estado conceder-lhe uma gratificação por seu investimento, haja vista que poderia ter efetuado este de outra maneira menos altruísta. O investimento-anjo, caso incentivado, irá criar trabalhos, estimular competição e produtividade, desempenhando um papel essencial para o desenvolvimento econômico de um país, aportando seu dinheiro em negócios onde bancos ou *Venture Capitalists* não entrariam⁴².

Ao resguardar somente seu próprio interesse monetário e descontando todo risco da empreitada ao Investidor-Anjo, o Estado responsabilizou-o além do que deveria, não destinando qualquer forma de contrapartida na obtenção dos direitos almejados e deixando toda carga financeira por conta do investidor capitalista, demonstrando um descaso com o instituto ou descompromisso com sua efetivação.

Assim sendo, visto sob a ótica do Investidor-Anjo, os riscos de uma perda total do aporte financeiro efetuado nesta forma de investimento permanecem e, caso haja o tão esperado retorno do investimento, este sofrerá uma redução de um sexto do montante resultante, por meio da incidência do Imposto de Renda Retido na Fonte.

Parece-nos que o legislador não resguardou os interesses do Investidor-Anjo, não

⁴² Kumar. Rao. 2016.

concedendo qualquer forma de incentivo e premiação por seu papel social e afugentando os possíveis investidores ao afetar justamente o fator qual estes atribuem maior utilidade, o lucro.

A medida põe em risco a funcionalidade de um instituto que poderia ser muito proveitoso às *Startup*, não ponderando os futuros benefícios sociais que esta empresa poderia gerar ao longo prazo conforme o seu crescimento e afastando um investimento que seria crucial para a sua vitalidade no momento mais sensível de seu funcionamento.

Posta esta realidade, parece-me estar fadado ao insucesso este instrumento de captação de recursos, induzindo o investidor a buscar outras formas mais seguras de maximizar seu lucro. Não sendo a legislação introduzida capaz de trazer um efetivo meio de incentivo às *startups*, esta legislação não terá efeitos práticos na realidade.

4.2.1. A lei complementar como legislação simbólica

Possuindo meios o suficiente para a aprovação de uma Lei Complementar, qual exige forte capital político dado seu procedimento qualificado, e não ter sido dado o devido zelo qual uma questão claramente sensível quanto esta demanda, parece-me se enquadrar, conforme cunhado pelo renomado professor Marcelo NEVES, uma hipótese de legislação simbólica. Quanto isto, assevera o autor

“Evidentemente, quando o legislador se restringe a formular uma pretensão de produzir normas, sem tomar nenhuma providência no sentido de criar os pressupostos para a eficácia, apesar de estar em condições de criá-los, há indícios de legislação simbólica⁴³. ”

O legislador muitas vezes se utiliza de uma legislação álibi⁴⁴, camuflando-se de norma com finalidade específica e eficaz para satisfazer as demandas populares, mas, ao ser devidamente introduzida ao ordenamento e sendo aplicada a casos concretos, peca pela imprecisão normativa e a falta de praticidade com a realidade.

Após a vigência da Lei Complementar nº 155, Investidores-Anjo e empresários sócios de empresas de *startup* se encontraram em agosto de 2017 e cunharam a denominada “Carta de Gramado”, qual assevera duras críticas a ambas Lei Complementar e à Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.719, de 2017, que lê-se

⁴³ Neves. 2007. p. 31

⁴⁴ Ibid. p. 33

"Queremos ser ouvidos e dialogar quanto à pertinência da tributação sobre investimento de risco, e apresentar alternativas viáveis para que, (...), possamos ter condições justas e atuar sob condições menos hostis.

Uma medida arbitrária como a refletida na referida IN, pode gerar prejuízos bilionários à arrecadação no País, a partir do momento em que inibe a atuação do investidor-anjo. Além disso, essa decisão não pune os investidores. Ela pune, essencialmente, e de maneira contundente, os empreendedores brasileiros, que já não contam com mecanismos de apoio satisfatórios ao desenvolvimento da sua atividade por parte do poder público e, agora, correm o risco de perder, também, o importante instrumento do capital de risco oriundo do investimento-anjo, exatamente no momento em que ele caminhava para sua expansão e consolidação no Brasil."⁴⁵

Decorrencia expressa desta manifestação da comunidade diretamente afetada, tramita atualmente no Senado Federal o Projeto de Lei do Senado nº 494, de 2017, qual visa discutir justamente a tributação do Investimento-Anjo, almejando isentar qualquer forma de incidência de tributação sobre o retorno de Investimento do Investidor-Anjo.

Quanto a utilização prática do instituto, ainda resta incipiente a demonstração de sua utilização em casos concretos, devendo-se em grande parte à sua insegurança quanto a sua recepção pelo ordenamento jurídico, como é possível aferir pelo irrisório material acadêmico produzido a respeito do tema específico. O que se constata é justamente o oposto, com fortes críticas por parte da comunidade dos Investidores-Anjo.

Passada esta análise econômica da norma, buscarei equiparar a realidade deste instituto com demais ordenamentos jurídicos que obtiveram frutos econômicos e sociais com sua devida implementação e regulamentação. Posteriormente, buscarei equiparar a experiência estrangeira com a realidade pátria.

5. ESTUDO COMPARATIVISTA DO INVESTIMENTO-ANJO

5.1. O Instituto Do Investidor-Anjo No Ordenamento Jurídico Indiano

Conforme ressaltado anteriormente, o instituto objeto do presente trabalho está em franco desenvolvimento mundialmente, onde, apesar de possuir suas origens no mercado Norte Americano, se implementou em diversos ordenamentos. Dentre os países que melhor adotaram o modelo, podemos destacar a experiência vivenciada na Índia, país que, conforme restará claro posteriormente, o Brasil poderá colher muitos aprendizados

⁴⁵ Gramado Summit. **Carta de Gramado.** Disponível em: <<https://gramado.onde.ir/isencao-de-impostos-para-investimento-anjo-entra-na-pauta-do-senado-apos-carta-de-gramado-assinada-no-gramado-summit/>>. Acesso em: 11 nov. 2018

com sua prática.

Em seu período colonial, o principal pilar da economia indiana era de matiz agrária. Durante as primeiras décadas do século XX, cerca de setenta por cento dos trabalhadores indianos atuavam no meio agrário, com enorme dificuldade para mover esta mão de obra para o meio industrial, demonstrando assim uma industrialização tardia⁴⁶.

Após a sua independência, que fora consolidada em 1947, o recém fundado Estado Indiano adotou uma política econômica similar à da extinta União Soviética, com uma forte centralização da economia no Estado. A economia, durante o período de meados do século XX se fundava majoritariamente na indústria extrativista de base, sendo sua principal atividade a exportação de *commodities*⁴⁷.

Entretanto, após diversas crises, principalmente relacionadas ao uso excessivo das reservas internacionais e da crescente inflação, qual se manteve em índices constantes de nove por cento durante os anos oitenta, o governo adotou uma política de abertura econômica, sendo denominado este período como “liberalização econômica da Índia”, iniciada em 1991. Este movimento subverteu as estruturas dos pilares econômicos do país, onde se buscou tornar a economia mais benéfica ao mercado, dando um enfoque ao ramo de serviços.

De acordo com dados da época, o setor agrícola, qual representava uma terço do Produto Interno Bruto (PIB) do país durante a década de oitenta, passou a vinte por cento deste após as reformas, enquanto o setor de serviço, qual possuí seu maior ator o ramo de exportação de serviços de tecnologia e engenharia, passou de trinta por cento do PIB para quarenta e cinco por cento do mesmo⁴⁸.

Desde o advento das políticas liberalizadoras da economia de 1991, o crescimento médio da economia indiana foi de 6,8% ao ano, chegando a 8% durante a primeira década do século XXI, além de um crescimento médio *per capita* de 4%⁴⁹.

Dentre as diversas medidas adotadas após as reformas econômicas, certamente uma das mais relevantes fora a de fortalecer o papel das Micro e Pequenas Empresas (MPE) em seu mercado doméstico. Desde 2007, o governo Indiano centralizou suas políticas fomentadoras das MPE no *Ministry of Micro, Small & Medium Enterprises*, qual elabora dados anuais quanto este setor da economia.

⁴⁶ Tirthankar. 2018.

⁴⁷ Ibid.

⁴⁸ Banik. Padovani. 2014.

⁴⁹ Government of India. **Economic Survey 2010-2011.** Disponível em: <<https://www.indiabudget.gov.in/budget2011-2012/es2010-11/estat1.pdf>>. Acesso em: 11nov.2018

Durante a primeira década dos anos 2000, o crescimento anual médio da receita das MPE na Índia fora de 11,5% (onze por cento), taxa superior ao PIB do mesmo período. Em 2012, as MPE registradas representavam 9% (nove por cento) do Produto Interno Bruto indiano. Porém, o impacto na economia das MPE é efetivamente muito maior, devendo alcançar 45% (quarenta e cinco por cento) do PIB, haja vista que existem somente 1,8 milhões de MPE registradas frente as 28 milhões informais em 2012⁵⁰.

De acordo com os dados do Ministério, durante os anos de 2011 a 2016, as MPE representaram, em média, 29% (vinte e nove por cento) do PIB nacional. Em 2016, estavam em funcionamento no país, aproximadamente, 32,5 milhões de MPE. Destas, 49% (quarenta e nove por cento) são de MPE urbanas, empregando 61 milhões de pessoas⁵¹

Conforme especificado anteriormente, o modelo de *startups*, apesar de comumente ser equiparado às MPE, possui certas peculiaridades. Tendo isto em mente, o governo Indiano adotou diversas políticas governamentais quais incentivaram este potencial das MPE, buscando beneficiar as *startups*, respeitadas suas especificidades.

O atual primeiro ministro Indiano Narendra Modi, ciente do potencial econômico do modelo das *Startups*, adotou diversas políticas incentivadoras deste mercado. Podemos enaltecer, dentre estas, o projeto *Startup India*, iniciado em 2016, qual buscou viabilizar e facilitar o crescimento das empresas *Startup*, com mecanismos hábeis a tornar este modelo mais competitivamente interessante aos empresários. Desde sua implementação, 13.821 *startups* foram reconhecidas oficialmente e 129 foram fundadas⁵².

Todas estas políticas implementadas resultaram em uma forte procura dos investidores ao Investimento-Anjo. De acordo com dados publicados em 2015, a porcentagem de investidores na Índia quais exerciam alguma forma de investimento individual a empresas *Startup* era de 29,3%, em comparação à média mundial 4,9%. Além disto, a confiança social (*social trust*) neste tipo de investimento, de acordo com o mesmo estudo, se mostrou em 23% da base amostral, somente sendo menor que os índices da China e Rússia dentre os BRICS⁵³. Este fator é de extrema relevância para o

⁵⁰ International Finance Corporation. **Micro, Small and Medium Enterprise Finance in India**. Disponível em: <<http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/4760ee004ec65f44a165bd45b400a808/MSME+Report-03-01-2013.pdf?MOD=AJPERES>>. Acesso em: 04 nov. 2018.

⁵¹ Ministry of Micro, Small and Medium Enterprises. **Annual Report 2017-18**. Disponível em: <<https://msme.gov.in/sites/default/files/MSME-AR-2017-18-Eng.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2018.

⁵² Dados do dia 06/11/2018. Disponível em: <https://www.startupindia.gov.in/content/sih/en/home-page.html>.

⁵³ Au. Chiang. Ding. 2015.

desenvolvimento do instituto, como podemos extrair do trecho do estudo⁵⁴.

High social trust in society promotes shared moral values and mutually expected honesty by increasing openness, reducing conflicts, and facilitating joint problem solving and cooperation when disputes occur. When trust exists, people would be more positive with relational exchange, thereby reducing risk and uncertainty in investment⁵⁵.

Todavia, dada a inovação qual este modelo empresarial trouxe, ainda há muito debate quanto sua implementação e relação com o Estado. Em 2012, fora introduzido ao ordenamento jurídico indiano o *Finance act 2012*. Buscando reduzir o déficit fiscal vivido ao momento, equivalente a 4,9% do PIB ao momento⁵⁶, o instituto normativo criou o *angel tax*, tributo incidente sobre o retorno de investimento anjo.

Com a alíquota de 30,9% sobre o excedente do Preço Justo do Investimento (*Fair Market Value*)⁵⁷, possuía formulação semelhante à tributação vigente atualmente no Brasil. Esta medida tomada pelo governo gerou amplo debate dentre os Investidores-Anjos do país, muito pelo fato da evidente redução da margem de lucro dos mesmos e pois esta tributação não incidiria sobre aplicações realizadas por fundos ou por investidores estrangeiros, caracterizando uma gritante falta de isonomia e uma situação prejudicial ao Investidor-Anjo individual do país.

Após esta enorme repercussão negativa por parte da classe dos Investidores-Anjo do país, em 24 de Maio de 2018, o Ministério das Finanças criou uma isenção fiscal sobre todos os valores distribuídos aos Investidores-Anjo além do Preço Justo do Investimento até o limite de ₹100 milhões (cem milhões de rúpias), aproximadamente \$1.38 milhões (um milhão e trezentos e oitenta mil dólares)⁵⁸.

Contudo, almejando dirimir os possíveis abusos por parte dos investidores deste

⁵⁴ International Finance Corporation. **Micro, Small and Medium Enterprise Finance in India.** Disponível em: <<http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/4760ee004ec65f44a165bd45b400a808/MSME+Report-03-01-2013.pdf?MOD=AJPERES>>. Acesso em: 04nov.2018

⁵⁵ Tradução livre: Alta confiança social na sociedade promove valores morais compartilhados e honestidade mutuamente esperada com crescente abertura, redução de conflitos, e facilitação de resolução mútua de conflitos e cooperação quando disputas ocorrem. Quando confiança existe, pessoas serão mais positivas com trocas relacionais, assim reduzindo risco e incertezas em investimento.

⁵⁶ Reuters. **India's 2012/13 fiscal deficit narrows to 4.9 percent of GDP.** Disponível em: <<https://in.reuters.com/article/india-economy-fiscal-deficit/indiastatistics-2012-13-fiscal-deficit-narrows-to-4-9-percent-of-gdp-idINDEE94U04I20130531>>. Acesso em: 06 nov. 2018.

⁵⁷ *Fair Market Value* (FMV) se refere ao preço que o mercado atribui a determinado ativo. Para efeitos de legislação indiana, este FMV referente ao aporte de capital do Investidor-Anjo será realizado por um revisor de contas (*Chartered Accountant*) independente devidamente certificado pelo Estado.

⁵⁸ Disponível em: <<https://up.startupindia.gov.in/content/sih/en/startupgov/imb.html>>. Acesso em: 06 nov. 2018

incentivo fiscal, a *Startup* recebedora do investimento deve ser reconhecida pelo *Department of Industrial Policy and Promotion*, qual exige uma série de critérios para sua certificação. E, além do certificado, a empresa passará por um julgamento por parte de um conselho interministerial, validando estas para fazer jus às isenções.

Posto este panorama, confrontarei a experiência vivida na legislação indiana com o modelo vigente no Brasil.

5.2. Análises Comparativas dos Ordenamentos

Conforme restou claro a partir da conceituação estrutural da história social e economia recente da Índia, as similitudes dentre esta e a experiência vivida no Brasil restam evidentes. Apesar de existirem modelos em demais ordenamentos com maiores resultados casuísticos e mais vasta legislação relativa ao assunto⁵⁹, me pareceu de maior proveito a comparação da legislação indiana com a nossas normas pátrias por estarmos em momentos históricos relativamente similares em questão de desenvolvimento.

Ambos países passaram por fortes crises recentemente, estando em momentos de retomada. De acordo com dados do banco mundial, o Produto Interno Bruto da Índia em 2017 fora de 2.597 trilhões de dólares, já o do Brasil esteve em 2.055 trilhões de dólares⁶⁰, estando o Brasil a frente em números brutos.

Entretanto, estes mesmos números não se refletem no crescimento de *Startups* entre os países. As políticas adotadas pelo governo do atual primeiro ministro tornaram a Índia o segundo maior mercado do mundo em *Startups* em questão de crescimento e o terceiro maior mercado em valores totais, tendo a perspectiva de alcançar o montante de 11,500 *Startups* em atividade no país até o ano de 2020⁶¹.

Segundo dados anuais produzidos pela Agência *Startup Genome* em 2017, a Índia possuía o vigésimo maior *hub* mundial de empresas *Startup*, na cidade de Bangalore. Neste ano, estavam em atividade na cidade entre 1.800 a 2300 empresas, sendo a *Startup*

⁵⁹ Podemos citar os modelos estadunidense e britânico de incentivos fiscais ao Investidor-Anjo. Nos EUA, a *Section 1202* do ordenamento Estadunidense, também denominado *Small Business Stock Gains Exclusion*, garante que os lucros até \$10.000.000,00 (Dez milhões de Dólares) obtidos pelo Investidor-Anjo poderão estar isentos de até 100% dos Tributos Federais. No Reino Unido, uma série de isenções fiscais denominadas *Enterprise Investment Scheme* (EIS) garantem ao Investidor-Anjo uma redução de 30% (trinta por cento) do valor total do investimento em empresas *Startup* no pagamento de Imposto de Renda do exercício de realização do investimento, não superior a £ 300.000,00 (Trezentas mil libras) por exercício fiscal. Ambos estes modelos de incentivos fiscais exigem o requisito da empresa *Startup* estar certificadas pelo governo.

⁶⁰ Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

⁶¹ Kumar. Rao. 2016.

Flipkart a mais valiosa, tendo sido avaliada em \$5.37 bilhões de dólares, qual foi adquirida recentemente pela rede internacional *Walmart* pelo valor de \$16 bilhões de dólares. O valor do ecossistema de Bangalore no ano fora de \$19 bilhões de dólares⁶².

Já no Brasil, o maior *hub* em atividade se encontra em São Paulo. Neste mesmo relatório, o valor do ecossistema restou estimado em \$3.45 bilhões⁶³. Existem estimativas de estarem em atividade seis mil *Startups* em território nacional formalmente, podendo variar de dez mil a quinze mil acrescidas as empresas informais⁶⁴.

Neste ano, o Brasil obteve suas primeiras empresas “únicoírio”, denominação comumente utilizada para se referir às empresas que alcançaram o valor de mercado de \$1 bilhão de dólares, com as empresas⁹⁹ e *Nubank*.

Contudo, um ponto que merece especial destaque em nossa comparação é a origem dos investimentos que sustentam as empresas de cada um dos países. No ano de 2017, a plataforma StartSe, empresa nacional que busca conectar o ecossistema de *Startups* no Brasil, realizou o levantamento “Censo StartSe 2017”. Restou constatado que 91,8% das empresas *Startups* entrevistadas possuíam como principal fonte de renda o capital próprio de seus sócios⁶⁵.

É inegável a discrepância de ambientação do Investimento-Anjo no mercado Indiano em relação ao mercado Brasileiro, e isto se deve em grande parte à falta de confiança da população com esta forma de aplicação financeira (como visto no capítulo 5.1). Por ser um ecossistema altamente convidativo ao investimento anjo, 23% dos investidores possuem segurança e se veriam investindo em empresas *Startup* na Índia, em comparação aos 9% de confiança do mercado brasileiro⁶⁶.

Outro ponto relevante a ser tratado neste estudo comparativo é o relativo à repercussão da tributação do retorno de investimento do Investidor-Anjo. Conforme mencionado anteriormente, a Índia estabeleceu em 30,9% o tributo incidente sobre este tipo de operação. Posteriormente, por representarem um fator essencial no crescimento das *Startups* do país, tendo representado \$196 milhões de dólares em investimento no ano

⁶² Startup Genome. **Global Startup Ecosystem Report 2017.** Disponível em: <<https://startupgenome.com/report2017/>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

⁶³ *Ibid.*

⁶⁴ EBC. **Startups crescem no Brasil e consolidam nova geração de empreendedores.** Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2018-07/startups-crescem-no-brasil-e-consolidam-nova-geracao-de-empreendedores>>. Acesso em 09 nov. 2018.

⁶⁵ StartSe. **Censo StartSe 2017.** Disponível em: <<https://censo.startse.com/assets/download/censo-startse-2017.pdf>>. Acesso em: 09 nov. 2018.

⁶⁶ Au. Chiang. Ding. 2015.

de 2015⁶⁷, e pelo governo observar o potencial deste modelo de investimento, demonstrando assim um forte capital político de bagatela com as instituições governamentais, atualmente o retorno de investimento do Investidor-Anjo pode ser limpo de qualquer forma de tributação até a margem de aproximadamente \$1.38 milhões (um milhão e trezentos e oitenta mil dólares), constatando-se um forte incentivo para a expansão de modelos de negócios disruptivos no país.

Sendo assim, creio que o modelo indiano serve de exemplo para o modelo nacional, haja vista que o mercado dos Investidores-Anjo já esboçou fortes críticas à legislação vigente.

6. CONCLUSÃO

Inicialmente, restou claro que os institutos relacionados às empresas *startup* trazem consigo, além de inúmeras possibilidades de reinvenção de institutos há muito utilizados e progressivamente incompatíveis com a economia moderna, diversos desafios jurídicos na busca de uma maneira prática de compatibilização destes com os paradigmas vigentes no ordenamento jurídico.

A lei complementar nº 155, ao introduzir ao sistema jurídico o instituto do Investidor-Anjo, certamente trouxe consigo diversos benefícios aos possíveis investidores quais desejem adentrar neste círculo. Apesar de demonstrar uma aparente afronta aos axiomas tributaristas, está de acordo com a organização jurídico-tributária pátria.

Entretanto, apesar de sua consonância com o direito vigente, esta lei complementar apresenta outras falhas de caráter econômicos. Ao se analisar o processo legislativo da norma, é constatável que esta não tomou a devida cautela com os princípios econômicos quais acompanhariam naturalmente esta forma de investimento.

Demonstrado isto, esta se apresenta sobretudo simbólica, restando incapaz de transmitir ao mundo fático os intuições do legislador redator, não trazendo reais incentivos para que novos investidores adentrem ao Investimento-Anjo, sendo possível aferir sua não receptividade no ordenamento pela sua incipiente produção acadêmica e aplicabilidade prática.

Entretanto, apesar de se demonstrar ineficaz a princípio, a norma pode tomar como exemplo demais ordenamentos quais vivenciaram questões similares para assim se

⁶⁷ Kumar. Rao. 2016.

aperfeiçoar.

Feito o paralelo da experiência vivida no ordenamento jurídico indiano, podemos aferir que esta já ultrapassou este momento inicial de incerteza com a tributação do retorno do investimento do Investidor-Anjo, e trouxe uma maneira mais inventiva e prática para agradar igualmente os interesses das empresas *startup* e dos investidores.

Por fim, espero ter trazido com o presente trabalho possíveis elucubrações quais possibilitem um debate mais proveitoso à norma, proporcionando uma nova perspectiva à questão, viabilizando assim um debate mais refinado, tal qual merece o tema que poderá tracejar os ditames da economia disruptiva doravante.

Referências

- BANIK, A.; PADOVANI, F. **Índia em transformação: o novo crescimento econômico e as perspectivas pós-crise.** Revista de Sociologia e Política, Curitiba, v. 22, n. 50, p. 67-93, Junho 2014.
- BRASIL. **Constituição Federal.** Brasília. DF. Out 1988.
- BRASIL. **Lei Complementar n. 123, de 14 de dez. de 2006. Estatuto das Pequenas Empresas e Empresas de Pequeno Porte.** Dezembro 2006.
- BRASIL. **Lei Complementar n. 155, de 27 de Out. de 2016. Alterações à Lei Complementar n. 123.** Outubro 2016.
- BRASIL. **Instrução Normativa nº 1.719. Disposição Quanto a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.** 19 Julho 2017.
- BRITTO, C. A. **O Regime Constitucional da Correção Monetária.** Revista de Direito Tributário, p. 41-58, 1996.
- CANOTILHO, J. G. et al. **Comentários à Constituição Do Brasil.** São Paulo: Saraiva/Almedina, 2013. p. 3997.
- CARVALHO, P. D. B. **Curso de Direito Tributário.** 26^a. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- COELHO, F. U. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Saraiva, 2014.
- DAL ROSS, G. DALA NORA, B. MILANI, B. **Aversão Ao Risco Em Profissionais Do Setor Financeiro.** Revista de Administração da UFSM, v. 8, p. 104-118. 2015.
- DING, Z.; AU, K.; CHIANG, F. **Social trust and angel investors' decisions: a multilevel analysis across nations.** Journal of Business Venturing, Vol. 30, Issue 2, p. 307-321, 2015.
- HUBERMAN, G. **Familiarity Breeds Investment.** Review of Financial Studies, p. 659-680, 2001.
- KUMAR, L.; RAO, S. V. R. **Role of Angel Investor in Indian Startup Ecosystem.** FIIB Business Review, v. 5, n. 1, p. 3-14, Janeiro 2016.
- LINZMAYER, O. **Apple Confidential 2.0: The Definitive History of the World's Most Colorful Company.** São Francisco, CA, EUA: No Starch Press, 2004.
- MARTINS, I. G. D. S. **Comentários ao Código Tributário Nacional.** São Paulo: Saraiva, 2008.

MENDES, G. F.; BRANCO, P. G. G. **Curso de Direito Constitucional.** São Paulo: Saraiva, 2012.

NEVES, M. **A Constitucionalização Simbólica.** São Paulo: WMF Martins Fontes, 2007.

OECD. **Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.** [S.l.]: OECD, 2011.

RIZZARDO, A. **Contratos.** Rio de Janeiro: Forense, 2014.

SILVA, J. A. D. **Aplicabilidade das Normas Constitucionais.** São Paulo: Malheiros, 1967.

TIRTHANKAR, R. **Economic History and Modern India: Redefining the Link.** Journal of Economic Perspective, v. 16, n. 3. p. 109-130. Julho 2002.

TOMAZETTE, M. **Curso de Direito Empresarial.** São Paulo: Atlas, 2014.