

# FOMENTO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS INOVAÇÃO POR MEIO DOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO-ANJO

INNOVATION PROMOTION OF MICRO AND SMALL ENTERPRISES THROUGH ANGEL INVESTORS CONTRACTS

ELISA MARA COIMBRA<sup>1</sup>

## RESUMO

O artigo analisa a política de fomento à inovação das micro e pequenas empresas sob a perspectiva dos contratos de investimento-anjo instituídos pela Lei Complementar nº 155/2016. O objetivo é tentar extrair que elementos o regime jurídico dos contratos de investimento-anjo visa estimular, na tentativa de analisar a sua adequação e suficiência, sob o ponto de vista da intervenção de um Estado Empreendedor. Para isso, primeiramente, elabora-se uma revisão de como a legislação de apoio à micro e pequena empresa evoluiu. Em seguida, descrevem-se as características das políticas de fomento à inovação nas micro e pequenas empresas. E, por fim, coteja-se a relação entre fomento à inovação e contrato investimento-anjo, por meio de uma pesquisa bibliográfica e do método dedutivo.

**PALAVRAS-CHAVE:** Inovação. Contrato de investimento-anjo. Lei Complementar nº 155/2016.

## ABSTRACT

*The article analyzes the innovation promotion policy to micro and small enterprises from the legal regime perspective of the angel investors contract established by Supplementary Law nº 155/2016. The objective is extracting what elements the legal regime of angel investors contracts aims to stimulate for analyzing their adequacy and sufficiency, through an Entrepreneur State intervention perspective. First of all, it is done a review of how micro and small enterprise legislation has evolved. Next, the description of innovation promotion policy to micro and small enterprises are elaborated. And, finally, the relationship between innovation promotion policy and angel investing contracts is established, by a bibliographical research and the deductive method.*

<sup>1</sup> Doutoranda em Empresas e Atividades Econômicas pela UERJ. Mestre em Direito Constitucional e Teoria do Estado pela Puc-Rio. Advogada da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep). <http://orcid.org/0000-0002-1972-3589>. <http://lattes.cnpq.br/6439935516374065>. [elisacoimbra775@yahoo.com.br](mailto:elisacoimbra775@yahoo.com.br).

Utiliza-se, neste trabalho, a mesma nomenclatura da Lei Complementar nº 123/2006 – “micro e pequenas empresas” –, a despeito da imprecisão técnica. Isso, porque empresa refere-se, na verdade, à atividade econômica, enquanto, por sua vez, sociedade empresária refere-se à pessoa jurídica que exerce a atividade econômica com elementos de empresa. Outra imprecisão da expressão escolhida pela lei diz respeito à inclusão das sociedades simples – que não são sociedades empresárias – no âmbito da definição do artigo 3º da Lei Complementar nº 123/2006, citado abaixo. Cabe ressaltar ainda que, antes dessa Lei Complementar, não havia previsão de incluir as sociedades simples no regime jurídico favorecido das micro e pequenas empresas.

### Como citar esse artigo/How to cite this article:

COIMBRA, Elisa Mara. *Fomento às micro e pequenas empresas inovação por meio dos contratos de investimento-anjo*. Revista Meritum, Belo Horizonte, vol. 15, n. 1, p. 226-241, jan./abr. 2020. DOI: <https://doi.org/10.46560/meritum.v15i1.7047>.

**KEYWORDS:** *Innovation. Angel investing contracts. Supplementary Law nº. 155/2016.*

## INTRODUÇÃO

Neste trabalho, considerando a realidade das micro e pequenas empresas e as peculiaridades de possíveis medidas de incentivo à inovação, discute-se o regime jurídico dos contratos de investimento-anjo como um possível mecanismo de fomento à inovação. Neste contexto, elabora-se a seguinte pergunta-problema: como o legislador, por meio da figura do contrato de investimento-anjo da Lei Complementar nº 155/2016, fomentou à inovação nas micro e pequenas empresas?

Em seguida, elabora-se a seguinte hipótese: o instrumento de fomento à inovação trazido pela Lei Complementar nº 155/2016 objetiva a superação da insuficiência do capital financeiro e do capital humano característicos das micro e pequenas empresas, principais dificuldades por elas enfrentadas (SEBRAE, 2018).

O marco teórico utilizado é a ideia de Estado empreendedor desenvolvida por Mariana Mazucato (2014), segundo a qual o Estado atua não apenas para corrigir falhas de mercado como também para intervir em dimensões sociais e ambientais, entre outras, as quais não são atrativas para a iniciativa privada, servindo-se do estímulo à inovação para tal.

Pretende-se colaborar com o tema não apenas do ponto de vista teórico, mas também pragmático, utilizando para tal o método dedutivo. Dessa forma, buscaram-se dados econômicos sobre o seguimento das micro e pequenas empresas para subsidiar a análise dos elementos que o regime jurídico dos contratos de investimento-anjo visa estimular, a fim de se deduzir insuficiências e lacunas da atual legislação.

O objetivo é investigar a função econômica, extraída por meio da interpretação do texto legal, de modo a identificar eventual descolamento entre os dados coletados e a descrição do regime jurídico discriminado a partir do artigo 61-A da Lei Complementar nº 123/2006.

## 1. A EVOLUÇÃO REGULATÓRIA DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO BRASIL

No Brasil, a primeira Lei a estabelecer um regramento especial para as micro empresas foi a Lei nº 7.256/1984, ainda antes da CRFB/88, a qual estabeleceu para essa categoria um regime diferenciado, simplificado e favorecido no que se refere às áreas administrativa, previdenciária e creditícia, entre outras. Apesar da importância da iniciativa, o tratamento especial estabelecido à época tinha espectro bem mais restrito que o atual. Nessa linha, é possível observar, por exemplo, o veto ao regime fiscal diferenciado, relacionado aos artigos 11 a 16, da Lei nº 7.256/1984, em contraposição ao atual Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples Nacional), instituído pela Lei Complementar nº 123/2006. Além disso, não

havia menção às pequenas empresas, apenas às micro, considerando como tais aquelas com faturamento de até 10 mil OTN<sup>2</sup> (NOGUEIRA, 2016, p. 11)<sup>3</sup>.

Outra previsão da Lei nº 7.256/1984 que salta aos olhos são os artigos relacionados ao apoio creditício, os quais estabeleceram, desde aquela época, condições favorecidas às micro empresas nas operações com instituições financeiras públicas e privadas, inclusive bancos de desenvolvimento e fomento. Entre essas condições esteve a vedação em se exigir garantias aos financiamentos de até 5.000 OTN distintas da fiança e do aval. Tal norma sinaliza para um problema enfrentado até hoje pelas micro e pequenas empresas quando da solicitação de financiamento perante instituições financeiras, as quais, em contrapartida, exigem-lhes a apresentação de garantias para suportar os riscos da operação.

Em seguida, a CRFB/88 também estabeleceu tratamento favorecido às micro e pequenas empresas, nos termos do artigo 179 da CRFB/1988.

Art. 179. 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)

Mais tarde, por meio da Emenda Constitucional nº 49, de 2006, o tratamento favorecido das micro e pequenas empresas foi erigido a princípio, incluído no rol do artigo 170 da CRFB/1988.

Desde o veto presidencial aos artigos 11 a 16 da Lei nº 7.256/1984, relativo ao regime fiscal favorecido às micro empresas, havia se aprofundada a carência por um tratamento simplificado na seara tributária. No entanto, apenas em 1996, por meio da promulgação da Lei nº 9.317/1996, é que foi aprovado o Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples), o qual unificou seis tributos federais, em que pese a previsão de exceções para algumas atividades de prestação de serviços<sup>4</sup>.

Posteriormente, foi promulgada a Lei nº 9.841/1999, a qual instituiu o Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, dispondo sobre o tratamento jurídico diferenciado, simplificado e favorecido previsto nos artigos 170 e 179 da CRFB/1988. Nela, foram incluídas as definições de micro e pequenas empresas de acordo com o faturamento, bem como autorizada a constituição de sociedades de garantia solidária como alternativa à necessidade

2 Obrigações do Tesouro Nacional.

3 De acordo com Fran Martins e Carlos Henrique Abrão (2017, p. 123), a escolha do critério para definir as micro e pequenas empresas está relacionada ao artigo 966 do CC/02, o qual preconiza que empresário é aquele que exerce profissionalmente uma atividade econômica organizada para a produção e a circulação de bens e serviços. Assim, ao definir empresa como atividade econômica, a microempresa é definida como a atividade econômica organizada em menor escala, escolhendo o faturamento como a medida dessa escala. Portanto, a Lei Complementar, ao abeberar-se do Código Civil Brasileiro de 2002, por conseguinte, inspira-se também reflexamente no Código Civil Italiano de 1942, o qual afasta a teoria dos atos de comércio. Registra-se ainda que existem outros critérios, que não apenas o faturamento, para dimensionar o porte das micro e pequenas empresas, entre os quais se inclui o número de funcionários. Na União Europeia, por exemplo, a definição baseia-se em mais de um critério: o número de empregados, as vendas anuais e o lucro líquido (ZUCOLOTO et al., 2016, p.20). Nos Estados Unidos, por sua vez, também verifica um critério complexo, baseado no Código Naics (North American Industry System) que pode ter por referência a receita bruta, o valor dos ativos ou o número de empregados, dependendo da atividade (ZUCOLOTO et al., 2016, p.19).

4 Em seguida, a Lei Complementar nº 147/2014 aumentou o rol das atividades prestadoras de serviços passíveis de inclusão no regime favorecido.

de apresentação de garantia pelas micro e pequenas empresas, nas hipóteses de eventuais solicitações de financiamentos perante instituições financeiras.

Atualmente, a Lei Complementar nº 123/2006 regula a matéria, revogando os normativos anteriores. No que se refere ao tratamento tributário, houve uma expansão considerável do regime unificado, o qual passou a incluir oito tributos federais, tributos estaduais, municipais.

Além disso, a Lei Complementar nº 123/2006 também estabeleceu vantagens competitivas no processo de licitação em hipótese de empates, além da possibilidade de licitações exclusivas para as micro e pequenas empresas até o valor de R\$ 80 mil e a possibilidade de subcontratação delas em licitações não exclusivas. Isso favoreceu o crescimento da participação das micro e pequenas empresas nas licitações públicas.

Os impactos dessa medida são significativos e crescentes. Como resultado, em 2013, as compras realizadas por entidades do governo federal junto às micro e pequenas empresas totalizaram R\$ 17,0 bilhões: um aumento de 20,3% em relação a 2008 e um crescimento de participação no total das compras da ordem de 27,9% no mesmo período. (NOGUEIRA, 2016, p. 13)

Acrescenta-se também que a Lei Complementar nº 123/2006, reconhecendo a importância dos processos inovativos para o segmento, incluiu um capítulo denominado "Estímulo à Inovação" que estabelece, entre outras medidas: a) a obrigatoriedade de a União, Estados, Distrito Federal, Municípios e as respectivas agências de fomento, as Instituições Científicas e Tecnológicas (ICT), os núcleos de inovação tecnológica e as instituições de apoio manterem programas específicos para as micro e pequenas empresas; b) a possibilidade de redução de alíquotas de impostos e contribuições incidentes na aquisição ou importação de equipamentos adquiridos por micro e pequenas empresas para incorporação no seu ativo imobilizado; c) apoio à certificação de qualidade de produtos e processos para micro e pequenas empresas.

Em posterior alteração, via Lei Complementar nº 128/2008, foi criada a figura do microempreendedor individual (MEI), cujo objetivo foi retirar diversas atividades econômicas da informalidade. Mais recentemente, a Lei Complementar nº 147/2014 e a Lei Complementar nº 155/2016 aperfeiçoaram o processo de simplificação do regime, bem como estenderam a possibilidade de inclusão no Simples Nacional de algumas atividades prestadoras de serviço.

A Lei Complementar nº 123/2006 continuou por estabelecer o faturamento como medida de definição do porte da empresa para efeitos de sua aplicação, inclusive a inclusão ou não delas no Simples Nacional. Importante lembrar que tais critérios de definição do porte restringem-se à aplicação da Lei Complementar nº 123/2006, havendo outros normativos, os quais regulam outros efeitos, que fixam critérios distintos para a definição do porte da empresa<sup>5</sup>. Nessa direção, reproduz-se abaixo os limites:

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

5 O Departamento de Estatística e Apoio à Exportação da Secretaria de Comércio Exterior, por exemplo, para enquadramento e identificação das sociedades empresárias por porte adota critério que associa o número de empregados e o valor por elas exportado (BRASIL, 2017).

Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou

II - no caso de empresa de pequeno porte, aufera, 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) (BRASIL, 2006).

A Lei Complementar nº 155/2016 também trouxe alterações na Lei Complementar nº 123/2006, relativas ao capítulo denominado “Estímulo ao crédito e à capitalização”. Preliminarmente, registra-se que, mesmo antes de sua edição, já havia sido prevista a necessidade de medidas no sentido de melhorar o acesso das micro e pequenas empresas ao mercado de crédito e de capitais, objetivando a redução do custo de transação, a elevação da eficiência alocativa, o incentivo ao meio ambiente concorrencial e a qualidade do conjunto informacional (artigo 57), bem como instituída a possibilidade de criação de um Sistema Nacional de Garantias de Crédito pelo Poder Executivo com o objetivo de facilitar o acesso das micro e pequenas empresas, ainda não concretizada (artigo 60-A).

No entanto, a Lei, além de ampliar as políticas públicas de crédito ao seguimento (artigo 58), introduziu o artigo 61-A, o qual estabeleceu a possibilidade de serem realizados investimentos diretos nas micro e pequenas empresas, a fim de propiciar o incentivo de atividades de inovação. Trata-se da possibilidade de aporte de capital por pessoa física ou jurídica, denominados investidor-anjo. Tal medida é uma alternativa ao incremento de recursos em inovação sem que isso impeça o gozo dos benefícios decorrentes do tratamento favorecido das micro e pequenas empresas, entre eles o gozo do Simples Nacional.

Mais recentemente, apesar de não estar no escopo deste trabalho, a Lei Complementar nº 123/2006 foi alterada, por meio da Lei Complementar nº 167/2019, para acrescentar novas formas de incentivo à inovação, cujo regime jurídico foi denominado de Inova Simples da Empresa Simples de Inovação com vistas a estimular sua criação, formalização, desenvolvimento e consolidação como agentes indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e renda.

A evolução regulatória das micro e pequenas empresas aponta para o enfraquecimento das políticas industriais e de inovação tradicionais, as quais tratam políticas industriais e de inovação de maneira estanque, conforme apontado por Dahlstrand et al. (2010). Assim, é cada vez mais comum<sup>6</sup> uma abordagem integrada entre as políticas industriais e de inovação. Se, de um lado, as políticas industriais visam a produção de renda para o país, as políticas de inovação, de acordo com Dahlstrand et al. (2010, p.4), estão tradicionalmente relacionadas a três grandes objetivos: a) crescimento da intensificação de pesquisa e desenvolvimento; b) estímulo à uma cultura de inovação e; c) estímulo ao desenvolvimento e comercialização de tecnologia. Assim, em se considerando o conhecimento como um fator de produção predominante, políticas industriais que o desconsiderem tendem a se revelar cada vez mais inefetivas.

6 Programas de fomento à inovação fortemente entrelaçados com estratégias de apoio ao empreendedorismo ou vice-versa, tais como as iniciativas Finep Startup, BNDES garagem, Programa Centelha, entre outros.

Gilbert et al. (2004) traçam um panorama histórico de como o conhecimento, catalisado pela globalização, transformou-se em um fator de produção predominante em relação ao capital, à terra e ao trabalho, impactando a eficiência das tradicionais políticas industriais. Neste contexto, reconhece-se como a estrutura do mercado é modificada de acordo com a inovação produzida, seja pela criação de novos mercados, seja pelo fechamento de anteriores, alterando inclusive a forma tradicional de competir – via formação dos preços mais baixos (GILBERT et al., 2004, p.314) – para àquela relacionada à abertura de novas rotas tecnológicas.

Por conseguinte, há uma alteração na articulação dos atores privados, seja por meio de parcerias cada vez mais simbióticas entre grandes, micro e pequenas empresas, devido à redescoberta do potencial das micro e pequenas empresas em espriar inovação (ORTEGA-ARGILÉS et al., 2009), seja pela necessidade de uma relação mais íntima entre pesquisadores e empreendedores, incluindo uma proposta de empreendedorismo mais radical (AUDRETSCH, 2014), para atravessar todas as fase do processo de ideação até a comercialização lucrativa, produzindo distintas redes de relacionamentos (HARRYSON, 2008), entre outros.

Reconhecendo a complexidade do fomento ao empreendedorismo à inovação, reconhecidamente de maior impacto, o legislador tem cada vez mais se esforçado em adotar medidas que incentivem micro e pequenas empresas voltadas à inovação, a exemplo da Lei Complementar nº 155/2016.

## 2. A ESPECIFICIDADE DAS POLÍTICAS PÚBLICAS À INOVAÇÃO DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS

De acordo com o SEBRAE (2018), “no Brasil existem 6,4 milhões de estabelecimentos. Desse total, 99% são micro e pequenas empresas (MPE). As MPEs respondem por 52% dos empregos com carteira assinada no setor privado (16,1 milhões)”. Para ilustrar a heterogeneidade da dinâmica inovativa das micro e pequenas empresas, cita-se o trabalho realizado por ZUCOLOTO et al. (2016), segundo o qual o esforço inovativo das micro e pequenas empresas tende a variar de acordo com o setor:

Nesse caso, a pesquisa setorial evidencia duas dinâmicas distintas na realidade brasileira. Em indústrias de alta tecnologia, como discorrido anteriormente, as oportunidades de ingresso para as MPEs se concentram em sua capacidade de ofertar produtos inovadores, induzindo-as a um maior esforço inovativo. Além disso, esses setores são dominados pelas corporações transnacionais, que tendem a privilegiar a realização de atividades de P&D em seus países de origem.

Já nas indústrias tradicionais, são as empresas de maior porte que efetuam esforços em P&D mais elevados, sendo as menores seguidoras tecnológicas, limitando-se a acompanhar o desenvolvimento tecnológico por meio da modernização de seus processos. (ZUCOLOTO et al., 2016, p.39)

Em outras palavras, setores de alta tecnologia exigem das micro e pequenas empresas esforços inovativos mais intensos do que das empresas de grande porte e corporações transnacionais, de modo que as primeiras potencialmente lançam novos produtos no mer-

cado. Por outro lado, setores mais tradicionais exigem menos esforços inovativos das micro e pequenas empresas do que das empresas de grande porte, sendo as primeiras seguidoras de tecnologia existentes, incorporando mais inovação em seus processos do que em seus produtos, ponto de incremento de sua vantagem competitiva.

Dessa forma, o estímulo em setores de alta tecnologia são distintos dos setores tradicionais, já que, nesses setores, a incerteza e os custos dos investimentos são maiores. Tal característica necessariamente deve impactar a elaboração de políticas públicas para o setor. Além disso, acrescenta-se a existência de uma lacuna, entre os atuais instrumentos de financiamento, caracterizada pela ausência de mecanismos de fomento às empresas pré-operacionais (as *startups*).

Em síntese, em meio as dificuldades de promoção da inovação, especialmente em negócios em *early stage*, um dos principais aspectos que as políticas públicas industriais e de inovação consideraram é o estímulo ao financiamento privado nesta fase, já que a concessão de empréstimos exige, em regra, o oferecimento de garantia, em contrapartida.

No trabalho escrito por Riding (2008), o autor aponta a relevância do investimento-anjo, mais informal que o investimento realizado por meio de *privaty equity* ou *venture capital*, no entanto, valioso não apenas por abranger uma base mais ampla de empresas como também habilidades extras, por meio de mentoria e suporte (GRILLI, 2019). Por exemplo, um investidor-anjo que se interesse por um investimento na área de *legal tech*<sup>7</sup>, terá mais chances de sucesso se conhecer tecnicamente o mercado e/ou a tecnologia que está sendo desenvolvida.

Ao encontro dessa preocupação, surge o regime jurídico do contrato de investimento-anjo previsto na Lei Complementar nº 123/2006, o qual pretende diminuir a insegurança jurídica do investidor, de modo que eles possam aportar recursos em projetos de inovação sem serem corresponsáveis por eventuais responsabilidades fiscais, trabalhistas, entre outras, estimulando gradativamente o fechamento desse *gap*.

O objetivo é atrair o capital privado na direção da orientação da política pública estimulada – a inovação. Neste trabalho, analisa-se a política do legislador ao instituir a figura do investimento-anjo –, especialmente quando as empresas não se encontram no perfil de financiamento bancário, seja por impossibilidade de apresentarem garantias tradicionais (hipotecas, avais), seja pela incerteza da inovação pretendida incrementada pela escassez de recursos para serem aplicados (financeiros e humanos).

7 São as startups intensivas em tecnologia, voltadas para prestar serviços na área jurídica, tais como aplicações de inteligência artificial nesta indústria.

### 3. O REGIME JURÍDICO GERAL DO CONTRATO DE INVESTIMENTO-ANJO PREVISTO NA LEI COMPLEMENTAR Nº 123/2006

De pronto, observa-se que o regime jurídico do contrato de investimento-anjo descrito a partir do artigo 61-A, da Lei Complementar nº 123/2006, preocupa-se com a segurança jurídica, em especial com a do investidor-anjo, ou seja, aquele que deseja aportar recursos em determinada micro ou pequena empresa, a fim de fomentar a inovação e/ou investimentos produtivos, estimulando a captação de recursos em suas atividades. Isso porque, se o investimento-anjo é um dos instrumentos que visa fechar a lacuna do financiamento de micro e pequenas empresas de base tecnológica, o estímulo buscado pelo legislador está relacionado com mitigar os riscos do investidor-anjo (WANG et al., 2019).

Para tal, a Lei Complementar em questão viabiliza a utilização de um contrato que encerre uma relação econômica vantajosa tanto para as micro e pequenas empresas, as quais se beneficiam com os recursos aportados, quanto para o investidor, quem se beneficia com os retornos investidos bem como por eventual participação societária. Caso contrário, se não houvesse condições favoráveis para as micro e pequenas empresas, essas não lançariam mão do instituto e provavelmente optariam pelos mecanismos tradicionais, ainda que insuficientes, uma vez que a escolha em abrir o negócio a investidores depende das instâncias decisórias da própria sociedade empresária.

De um lado, a não integralização dos recursos investidos no capital social da sociedade empresária, nos termos do *caput*, do artigo 61-A, da Lei Complementar nº 123/2006 (*"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"*), favorece às micro e pequenas empresas, haja vista que a sociedade empresária investida continuará usufruindo dos benefícios fiscais do Simples Nacional. Isso porque, nos termos da previsão legal, os aportes não são considerados receita para fins de tributação, nos termos do artigo 61-A, da Lei Complementar nº 123/2006 (*"§ 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"*).

Por outro lado, a Lei Complementar também estabelece regras de estímulo aos investidores, especialmente no que concerne à segurança jurídica. Um dos mecanismos utilizados é a blindagem patrimonial do investidor-anjo, ao diferenciá-lo do sócio e excluí-lo da responsabilidade de qualquer dívida, inclusive em recuperação judicial, nos termos do artigo 61-A, §4º, da Lei Complementar nº 123/2006 (*"§ 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"*). Dessa forma, a Lei Complementar permite que o investidor-anjo consiga estimar com mais segurança o quanto será investido na micro ou na pequena sociedade empresária, evitando-se assim comprometimentos futuros, esquivando-se, por exemplo, de responsabilizações fiscais, tra-

balhistas, entre outras, inclusive derivadas da desconsideração da personalidade jurídica, já que o investidor-anjo não se torna sócio.

Além disso, outro ponto a se destacar é a preocupação concorrencial que a Lei Complementar parece ter tido, apesar de essa mensagem não estar expressamente reproduzida. Tal inferência decorre das regras relativas aos limites fixados aos investimentos restando evidente preocupação em mitigar a participação dos investidores na direção do negócio, nos termos do artigo 61-A, § 6º, da Lei Complementar nº 123/2006 ("*§ 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*"), ou do §7º, do mesmo artigo ("*§ 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*").

A dúvida que fica é se tais regras deveriam ter sido realmente fixadas aprioristicamente, haja vista que os efeitos econômicos variam de acordo com a estrutura de mercado no qual os agentes econômicos estão inseridos, ou seja, um mesmo comportamento pode trazer externalidades positivas ou negativas dependendo do mercado relevante em questão e do poder econômico do agente.

Apesar da importância da regulação definida pela Lei Complementar nº 123/2006, em especial consubstanciada nos parágrafos acima apontados, os quais estarão refletidos nas cláusulas contratuais de eventuais contratos de investimento celebrados, há que se destacar que, em se tratando de operações que envolvam tecnologia com pretensão objetivo de inovar, verifica-se que a relação econômica é mais complexa do que a Lei Complementar nº 123/2006 pareceu apreender.

Em outras palavras, o sucesso do negócio depende não apenas de capital financeiro, mas também do capital humano que vai conduzir os negócios, ou seja, a operação vai necessariamente envolver uma rede de colaboradores, considerando que, em regra, o diminuto porte das empresas desse tipo não permite a contratação de mão-de-obra especializada para diferentes *expertises*. Portanto, as cláusulas constantes do contrato de investimento-anjo devem ir muito além de cláusulas financeiras ou das cláusulas consideradas obrigatórias pelo regime jurídico acima descrito, devendo incluir uma métrica de metas bem definida.

#### **4. CONTRATO DE INVESTIMENTO-ANJO NA PRÁTICA: DO DUE DILIGENCE AO DESINVESTIMENTO**

Em se considerando que a atividade de investimento-anjo é uma atividade privada não regulada pela CVM (Comissão de Mercado Mobiliários), diferentemente do que ocorre com a

captação aberta de recursos, inclusive o *crowdfunding*<sup>8</sup>, alguns cuidados precisam ser reforçados, especialmente no que se refere à prospecção da investida, o *due diligence*<sup>9</sup> e o desinvestimento.

Antes de ser firmado o instrumento contratual, o investidor-anjo precisa conhecer o objeto de investimento. Por outro lado, a sociedade empresária investida pode precisar proteger as informações que foram organizadas antes da operação. Nesse momento, é recomendável a celebração de um *Non Disclosure Agreement (NDA)*, um *acordo de confidencialidade para proteger as informações sensíveis do futuro negócio*.

*Superada a fase de prospecção, investidor e investida assinam um Term Sheet, ou seja, um memorando de entendimentos, prévio ao contrato de investimento-anjo em si, no qual ficam estabelecidas as primeiras condições precedentes ao contrato (aspectos analisados na due diligence, em especial), a estrutura da transação, os direitos do investidor, a cláusula de confidencialidade, especialmente quando não celebrado o Non Disclosure Agreement (NDA), entre outras possibilidades. Aqui já se observa que o instrumento tem potencial de não suprir tão somente a limitação financeira das micro e pequenas empresas, mas também a suprir a insuficiência de recursos humanos especializados, especialmente quando se inserem entre as condições o compromisso de os sócios fundadores e equipe fundadora (normalmente detentores do conhecimento especializado) não se retirarem da sociedade.*

Em regra, observa-se a utilização desses acordos em setores de alta tecnologia. Isso porque, em se tratando de inovação, a velocidade das transformações dos mercados, especialmente em setores de alta tecnologia, pode afetar o sucesso de determinada *startup* caso seja necessário recomeçar uma negociação buscando um novo investidor, após o inadimplemento de um eventual memorando de entendimentos. Nesse segmento de mercado, o *timing* é extremamente importante, sob pena de se perder o negócio. No entanto, caso se trate de mero investimento produtivo, tais documentos podem ser despiciendos.

*Em seguida, inicia-se a fase do due diligence, a fase em que o investidor de fato vai analisar a saúde da sociedade empresária e o risco do investimento a ser feito, de acordo com os critérios estabelecidos no memorando de entendimentos. Portanto, é recomendável que se analise aspectos contábeis, financeiros, jurídicos, restrições regulatórias ao negócio, registros de propriedades intelectuais relevantes e análise de viabilidade operacional (CROCE et al., 2017). De acordo com Robert Wiltbank e Warren Boeker (2007), os investidores que investiram mais tempo em due diligence obtiveram melhores resultados, em que pese o procedimento de due diligence implicar custos financeiros e de tempo. Neste sentido, como política pública, a Lei Complementar nº 123/2006 deixou de incentivar procedimentos de due diligence, especialmente em setores de alta tecnologia, considerando a assimetria de informações existentes entre investidor e investida em um mercado não regulado.*

*Registra-se ainda que os parâmetros definidos nessas fases ajudam a demonstrar eventual responsabilização pré-contratual, caso o negócio não se concretize por violação ao princípio da violação da boa-fé e tutela da confiança, nos termos dos artigos 421 ("Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato")*

8 A Instrução CVM nº 588/2017 dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários e emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada por dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, entre outras medidas.

9 Vide o trabalho de Ramalho (2019).

e 422 ("Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé"), ambos do Código Civil. Um exemplo que poderia ser hipoteticamente elaborado é, se após a *due diligence*, o investidor descobre que a investida não tem direito de explorar uma patente essencial ao objeto do negócio. Nesse caso, o investidor poderia deixar de celebrar o contrato de investimento sem sofrer qualquer tipo de responsabilização, ainda que pré-contratual.

Em seguida, após o procedimento de *due diligence*, o investidor confirma ou não o valor a ser aportado, considerando a avaliação da sociedade empresária – antes do aporte – e o prognóstico sobre a avaliação futura. É importante ressaltar que, do ponto de vista negocial, na hipótese de haver cláusula de conversão do aporte em participação societária (não obrigatória no regime jurídico da Lei Complementar nº 123/2006), a participação na sociedade empresária titularizada pelo investidor-anjo após conversão, em regra, tem valor intermediário entre a avaliação antes do aporte e o prognóstico da avaliação após o aporte, de modo que haja incentivo financeiro tanto para o investidor quando para a investida. Quanto mais equilibrado for o retorno entre as partes, maiores são as chances de novas rodadas de investimentos.

Em seguida, caso as condições do memorando de entendimentos sejam implementadas, o instrumento do contrato de investimento-anjo em si é celebrado. Trata-se, portanto, de um contrato de investimento-anjo conversível ou não em participação societária, ou seja, um modelo intermediário entre o contrato de mútuo conversível (utilizado predominantemente para sociedades anônimas) e o contrato de compra e venda de participação acionária, de modo a atender as peculiaridades do mercado de inovação, as quais influenciam as novas cláusulas que comporão a nova modalidade de investimento.

Um impacto das peculiaridades do mercado de inovação no contrato de investimento-anjo com vistas a atender a sua função econômica é a necessidade de estabelecimento de um plano de negócios com fixação de metas. Em nenhum dos contratos acima indicados (mútuo e compra e venda), tal característica compõe a estrutura da transação. Ocorre que, em se tratando de inovação, como discutido anteriormente, a incerteza é a sua marca (KLINE et al. 2017). Por isso, quanto melhor detalhadas as etapas a serem desenvolvidas pela investida, mais fácil será a identificação dos eventos que ensejam a aplicação de cláusulas específicas deste tipo de transação, ensejando, assim, a redução da assimetria de informações.

Acrescenta-se ainda que o plano de negócios e as metas fixadas, intrinsecamente relacionados com atividades de inovação, também são importantes como parâmetros para eventual demonstração de culpa por parte dos administradores em hipóteses de insucesso, especialmente nos casos em que não houver ocorrido a valorização da sociedade empresária inicialmente prevista, bem como para a interpretação de eventuais hipóteses de inadimplementos, absolutos ou relativos por qualquer das partes contratantes.

Nesta linha, a Lei Complementar nº 123/2006 peca ao incluir no mesmo regime jurídico objetos completamente distintos: atividades de inovação (que pode incluir ou não investimentos produtivos) e investimentos produtivos (que não necessariamente implicam em inovação), já que investimentos produtivos tão somente não são caracterizados pela incerteza própria das atividades de inovação ("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").*

No entanto, tal característica pode ter decorrido da necessidade de se estimular o setor considerando a heterogeneidade do mercado de micro e pequenas empresas, uma vez que, nem todas as micro e pequenas empresas se dedicam à atividade inovativa (seja de processo-setores tradicionais-, seja de produto-setores de alta tecnologia). Dessa forma, micro e pequenas empresas que não inovam pegam carona no regime jurídico aqui descrito, para atender finalidades de investimento produtivo. Na verdade, o maior problema é a insuficiência regulatória para o financiamento de atividades inovativas em qualquer grau (produtos ou processos).

Por conseguinte, dado o amplo espectro do objeto contratual (atividades de inovação e investimentos produtivos) incluídos na regulamentação do contrato de investimento-anjo, a Lei Complementar nº 155/2016 não conseguiu detalhar o regime jurídico especificamente relacionado às atividades de inovação, por exemplo, deixando de proteger as partes da assimetria de informações própria desse tipo de atividade. Em outras palavras, outras políticas públicas, que não o contrato de investimento-anjo, poderiam ser utilizadas mais eficazmente para fomentar investimentos produtivos em micro e pequenas empresas e este regime jurídico poderia ter sido mais ousado em termos de regulamentação e incentivo.

Além disso, a Lei Complementar nº 155/2016 previu a possibilidade de o investidor resgatar o seu investimento, após carência de 2 (dois) anos ("*§ 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*"), caso se entenda que os riscos de retorno poderão ser potencializados na hipótese de seus investimentos permanecerem na sociedade empresária, ainda que as metas venham sendo cumpridas. Não se trata aqui de inadimplemento das metas, o qual poderia ensejar o resgate antecipado (teoria do inadimplemento absoluto). No primeiro caso, aplicável a regra do artigo 1.031 do CC/2002, segundo o qual o parâmetro para a resolução é a situação patrimonial da sociedade, levantada em balanço na data da resolução, limitado ao valor investido corrigido<sup>10</sup>.

Outra cláusula benéfica ao investidor que não tem a faculdade de intervir na direção dos negócios é a remuneração do aporte, correspondente aos resultados distribuídos ("*§ 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*"). Essa forma de remuneração pode ser vantajosa caso a *startup* seja alavancada em período de tempo inferior ao limite do contrato de investimento previsto em lei, ou seja, sete anos. Caso contrário, o retorno virá apenas na forma do artigo 61-A, §7º, da Lei Complemen-

<sup>10</sup> Essa previsão desencoraja o investidor a fazer o resgate, pois, caso quisesse simplesmente o seu dinheiro corrigido, poderia aplicar seus recursos em outras modalidades de investimentos, menos arriscadas. Tal observação fica ainda mais explícita quando se identifica a equivalência de alíquotas de imposto de renda incidentes sobre o rendimento decorrente dos aportes de capital efetuados na forma do artigo 61-A da Lei Complementar nº 123/2006 (art. 5º, da Instrução Normativa RFB nº 1719/2017) e sobre rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiros e de capitais (Instrução Normativa RFB nº 1585/2015). Em outras palavras, tributando da mesma forma os dois fatos econômicos, desestimulou-se aquele de maior risco, no caso, a primeira hipótese.

tar nº 123/2006, já comentado. Portanto, imprescindível o *due diligence* para um prognóstico mais acertado.

No entanto, não bastam cláusulas financeiras remuneratórias para garantir o sucesso da operação. Para proteger o investidor, existem outras cláusulas que podem ser incorporadas ao contrato. As cláusulas de preferência e *tag along*<sup>11</sup>, por exemplo, foram estabelecidas como obrigatórias neste tipo de transação negocial, ambas estabelecidas no art. 61-C, da Lei Complementar nº 123/2006 ("Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares"). Apesar da obrigatoriedade dessas no regime jurídico da Lei Complementar nº 123/2006 é possível que, a depender do negócio, tais cláusulas não sejam interessantes.

Por outro lado, seja mais adequado que se incluam outras cláusulas não nominadas na regulamentação do regime jurídico do contrato de investimento-anjo, tais como: *no shop clause*<sup>12</sup>, *full ratchet clause*<sup>13</sup>, *lockup clause*<sup>14</sup>, cláusula de conversão do aporte em participação societária, cláusula de vedação de transferência a terceiros de tecnologia de propriedade intelectual relevante para o negócio, entre outras, a depender da estrutura da transação e do mercado relevante utilizado.

Portanto, a depender da dinâmica do setor a ser investido, imprescindível que se complemente o contrato de investimento-anjo para além do regime jurídico da Lei Complementar nº 123/2006 e que se estabeleça um *due diligence* eficiente, pois dele dependerá as chances de retorno e a estruturação jurídica da transação.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou analisar o regime jurídico estabelecido pela Lei Complementar nº 155/2016 sobre o investimento-anjo, no contexto das políticas públicas de fomento à inovação voltadas para as micro e pequenas empresas. Deste modo, o caminho percorrido inicialmente foi analisar a evolução regulatória dos mecanismos de fomento no Brasil, bem como das peculiaridades das micro e pequenas empresas.

Assim, aferiu-se como a Lei Complementar nº 155/2016 colaborou com a superação da insuficiência do capital financeiro e do capital humano característicos das micro e pequenas empresas, considerando a insuficiência do capital financeiro e do capital humano das micro e pequenas empresas, principais dificuldades por elas enfrentadas (SEBRAE, 2018) e a importância da inovação para o desenvolvimento econômico de um país (DAHLSTRAND et al, 2010).

11 Cláusula tradicionalmente atribuída à proteção de sócios minoritários, aos quais são garantidas as mesmas condições oferecidas aos sócios majoritários, na hipótese de alienação de participação acionária. No caso, a cláusula foi adaptada para proteger o investidor-anjo.

12 Cláusula que veda o potencial investidor de ter participações em sociedades concorrentes.

13 Cláusula que estabelece algum tipo de contrapartida contra decisões que prejudiquem sócios minoritários.

14 Cláusula que impede o empreendedor e/ou a equipe fundadora de sair da sociedade empresária, enquanto houver espaço para o investidor crescer.

Dessa forma, identificaram-se algumas insuficiências nesta iniciativa de fomento, Lei Complementar nº 155/2016, dispensando-se, por exemplo, o regime jurídico do investimento-anjo estabelecido pela Lei Complementar nº 155/2016 e optando pelo regime de mútuo conversível em participação societária, já que a remuneração ao investidor pode ser baixa (artigo 61-A, §7º, da Lei Complementar nº 123/2006), se, por exemplo, o tempo de incorporação da tecnologia no mercado for superior ao prazo de 7 anos (artigo 61-A, §6º, da Lei Complementar nº 123/2006).

A Lei Complementar nº 155/2016 deixou ainda de estimular o procedimento de *due diligence*, essencial para a lucratividade do investimento realizado, bem como para o estímulo às novas rodadas de investimento. Além disso, a Lei Complementar nº 155/2016 poderia também ter pelo menos indicado possíveis cláusulas empresariais próprias da literatura estrangeira adaptáveis aos contratos de investimento, o que teria o condão inclusive de favorecer a correta interpretação dos tribunais em hipóteses de judicialização da relação contratual.

Além disso, o regime jurídico do contrato de investimento estabelecido pela Lei Complementar nº 155/2016 focou em estabelecer cláusulas financeiras para resolver o problema de crédito das micro e pequenas empresas, perdendo a oportunidade de resolver mais assertivamente o problema da insuficiência de capital humano característico de micro e pequenas empresas, deixando, por exemplo, de tornar obrigatório o compromisso de os sócios e equipes fundadoras não saírem da sociedade enquanto não realizado o resgate.

Portanto, o regime jurídico do contrato de investimento-anjo instituído poderia ter mitigado mais incisivamente o problema da insuficiência do capital financeiro e do capital humano característicos das micro e pequenas empresas para privilegiar a questão creditícia, especialmente dando mais segurança ao investidor-anjo quando do retorno dos seus investimentos por meio de um tratamento tributário mais adequado quanto à blindagem da responsabilidade trabalhista e fiscal dos investidores quando, por exemplo, o regime jurídico dos contratos não se adequam às circunstâncias negociais em concreto (prazo previamente fixados, por exemplo).

## REFERÊNCIAS

ANJOS DO BRASIL. *Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais: Modelo de Memorando de Entendimentos (Term Sheet)*. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/>. Acesso em 10 de nov. de 2018.

AUDRETSCH, David B. *From the entrepreneurial university to the university for the entrepreneurial society*. The Journal of Technology Transfer, v. 39, n. 3, p. 313-321, 2014.

BRASIL. Lei nº 7.256, de 27 de novembro de 1984. Estabelece normas integrantes do Estatuto da Microempresa, relativas ao tratamento diferenciado, simplificado e favorecido, nos campos administrativo, tributário, previdenciário, trabalhista, creditício e de desenvolvimento empresarial. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7256.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7256.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Constituição Federal. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

\_\_\_\_\_. Lei nº 9.317, de 5 de dezembro de 1996. Dispõe sobre o regime tributário das microempresas e das empresas de pequeno porte, institui o Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9317impresao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9317impresao.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei nº 9.841, de 5 de outubro de 1999. Institui o Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, dispondo sobre o tratamento jurídico diferenciado, simplificado e favorecido previsto nos arts. 170 e 179 da Constituição Federal. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9841impressao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9841impressao.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm). Acesso em: 10 de nov. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei nº 10.973/2004, de 2 de dezembro de 2004. Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/L10.973.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L10.973.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2011. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis no 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei no 5.452, de 1º de maio de 1943, da Lei no 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar no 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis no 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LCP/Lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp123.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar nº 128, de 19 de dezembro de 2008. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, altera as Leis nos 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil, 8.029, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LCP/Lcp128.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp128.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar nº 147, de 7 de agosto de 2014. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, e as Leis nos 5.889, de 8 de junho de 1973, 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 9.099, de 26 de setembro de 1995, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e 8.666, de 21 de junho de 1993; e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LCP/Lcp147.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp147.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LCP/Lcp155.htm#art1](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp155.htm#art1). Acesso em : 15 de out. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar nº 167, de 4 de abril de 2019. Dispõe sobre a Empresa Simples de Crédito (ESC) e altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp167.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp167.htm). Acesso em: 02 de jun. 2019.

\_\_\_\_\_. MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS. *Crescem exportações de micro e pequenas empresas*. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/noticias/2760-crescem-exportacoes-de-micro-e-pequenas-empresas>. Acesso em: 25 de nov. 2018.

\_\_\_\_\_. Decreto nº 9.283, de 7 de fevereiro de 2018. Regulamenta a Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, a Lei nº 13.243, de 11 de janeiro de 2016, o art. 24, § 3º, e o art. 32, § 7º, da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993, o art. 1º da Lei nº 8.010, de 29 de março de 1990, e o art. 2º, caput, inciso I, alínea "g", da Lei nº 8.032, de 12 de abril de 1990, e altera o Decreto nº 6.759, de 5 de fevereiro de 2009, para estabelecer medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9283.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9283.htm). Acesso em: 15 de out. 2018.

CAVALIERI, Sergio Filho. *Programa de Responsabilidade Civil*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

CROCE, Annalisa; TENCA, Francesca; UGHETTO, Elisa. How business angel groups work: Rejection criteria in investment evaluation. *International Small Business Journal*, v. 35, n. 4, p. 405-426, 2017.

DAHLSTRAND, Asa Lindholm; STEVENSON, Lois. Innovative entrepreneurship policy: linking innovation and entrepreneurship in a European context. *Annals of Innovation & Entrepreneurship*, v. 1, n. 1, p. 5602, 2010.

- FINEP. *Finep Startup*. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/finepstartup>. Acesso em: 04 de nov. de 2018.
- GALAN, Alexandra Maria. Research and Development: base of the companies progress in knowledge society. *Ecoforum Journal*, v. 5, n. 2, 2016. Disponível em: <http://ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/view/404>. Acesso em: 25 de mar. de 2018.
- GILBERT, Brett Anitra; AUDRETSCH, David B.; MCDUGALL, Patricia P. The emergence of entrepreneurship policy. *Small Business Economics*, v. 22, n. 3-4, p. 313-323, 2004.
- GRILLI, Luca. There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups. *Regional Studies*, v. 53, n. 5, p. 620-629, 2019.
- GUPTA, Anil K.; SAPIENZA, Harry J. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of business Venturing*, v. 7, n. 5, p. 347-362, 1992.
- HARRYSON, Sigvald J. Entrepreneurship through relationships—navigating from creativity to commercialisation. *R&d Management*, v. 38, n. 3, p. 290-310, 2008.
- KLINE, Stephen; ROSENBERG, Nathan. An Overview of innovation, in: LANDAU, Ralph; ROSENBERG, Nathan. *The Positive Sum Strategy: Harnessing Technology for Economic Growth*. National Academy of Sciences, Washington, DC, 1986, p. 275-306. Disponível em: [ftp://ftp.ige.unicamp.br/pub/CT010/aula%202/KlineRosenberg\(1986\).pdf](ftp://ftp.ige.unicamp.br/pub/CT010/aula%202/KlineRosenberg(1986).pdf). Acesso em: 24 jun. 2017.
- MARTINS, Fran; ABRÃO, Carlos Henrique. *Curso de Direito Comercial. 40 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.*
- MAZZUCATO, Mariana. *O Estado Empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. Trad. Elvira Serapicos. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.
- NOGUEIRA, Mauro Oddo. *O Panorama das políticas federais brasileiras voltadas para as empresas de pequeno porte*. Rio de Janeiro: Ipea, 2016 (Texto para Discussão, nº 2217).
- ORTEGA-ARGILÉS, Raquel; VIVARELLI, Marco; VOIGT, Peter. R&D in SMEs: a paradox?. *Small Business Economics*, v. 33, n. 1, p. 3-11, 2009.
- RAMALHO, Amanda Maia. Governança Corporativa em Startups. *Revista de Direito, Governança e Novas Tecnologias*, v. 5, n. 2, p. 74-91, 2019.
- RAMALHO, Caio; FURTADO, Cláudio Vilar; LARA, Rodrigo. *A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro*. Rio de Janeiro: FGV, 2011.
- RIDING, Allan L. Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital*, v. 10, n. 4, p. 355-369, 2008.
- SEBRAE. *Pequenos negócios em números*. Disponível em: <http://ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/view/404>. Acesso em: 28 de out. de 2018.
- SILVA, Lucas Caminha de Lima e Silva. *Inovação, Capital e Seed Gap: Quem São Os Investidores Anjos de acordo com o Mercado e com a Lei Complementar nº 155? 2017. 60 f. Monografia. Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira, São Paulo, 2017.*
- WANG, Wanxin et al. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*, v. 48, n. 8, p. 103727, 2019.
- WILTBANK, Robert; BOEKER, Warren. *Returns to angel investors in Groups. 2007. Disponível em: http://www.baylor.edu/business/finance/doc.php/229628.pdf*. Acesso em: 10 de nov. de 2018.
- ZUCOLOTO, Garziela Ferrero; NOGUEIRA, Mauro Oddo. *A Dinâmica Inovativa das Empresas de Pequeno Porte no Brasil*. Rio de Janeiro: Ipea, 2016 (Texto para Discussão, nº 2255).

**Recebido/Received: 02.06.2019.**

**Aprovado/Approved: 12.06.2020.**