

CEUB

EDUCAÇÃO SUPERIOR

ISSN 2236-1677

REVISTA BRASILEIRA DE POLÍTICAS PÚBLICAS  
BRAZILIAN JOURNAL OF PUBLIC POLICY

**Investimento-anjo:** uma proposta de justiça fiscal para investimentos de alto risco

**Angel investing:** a proposal for tax justice for high-risk investments

Tarsila Ribeiro Marques Fernandes

Paola de Andrade

VOLUME 14 • Nº 1 • ABR • 2024

OS CONTORNOS SISTÊMICOS DO DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR  
BRASILEIRO E A RELAÇÃO COM O DIREITO CONSTITUCIONAL

# Sumário

<b>DOSSIÊ TEMÁTICO: Os CONTORNOS SISTÊMICOS DO DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR BRASILEIRO E A RELAÇÃO COM O DIREITO CONSTITUCIONAL.....</b>	<b>13</b>
<b>DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR E A IDENTIDADE ONTOLÓGICO-ESTRUTURAL: ENTRE ILÍCITOS PENAIS E ADMINISTRATIVOS E SEU CONTRIBUTO À MATIZAÇÃO DOS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS.....</b>	<b>15</b>
Tatiana Maria Guskow e Liziane Paixão Silva Oliveira	
<b>O ENUNCIADO 665 DA SÚMULA DO STJ E A ESTRUTURA SISTÊMICA DO DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR: A “CIRANDA DE PEDRA” DA PRÁTICA CONSTITUCIONAL DOS NOVOS PARADIGMAS DO DIREITO ADMINISTRATIVO BRASILEIRO.....</b>	<b>29</b>
Pedro Brabo dos Santos e Flípe Lôbo Gomes	
<b>LEGALIDADE, JURIDICIDADE E CONVENCIONALIDADE NO DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR .....</b>	<b>49</b>
Luiz Guilherme Arcaro Conci e Livia Fioramonte Tonet	
<b>O ERRO GROSSEIRO PREVISTO NO ART. 28 DO DECRETO-LEI N.º 4.657/1942: APORTES TEÓRICOS PARA UMA CONCEITUAÇÃO CONSTITUCIONAL .....</b>	<b>69</b>
Marcelo Rodrigues Mazzei, Lucas Oliveira Faria e Sebastião Sérgio da Silveira	
<b>PARÂMETROS DE AFERIÇÃO DA CULPA E DO ERRO GROSSEIRO: O HOMEM MÉDIO MORREU?.....</b>	<b>84</b>
Odilon Cavallari	
<b>A RETROATIVIDADE DA LEI MAIS BENÉFICA NO CONTEXTO DO DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR: UMA ANÁLISE À LUZ DA REFORMA DA LEI DE IMPROBIDADE.....</b>	<b>110</b>
Alberth Sant’Ana Costa da Silva, Alfredo Ribeiro da Cunha Lobo e Marco Antônio R. Sampaio Filho	
<b>TIPICIDADE NAS INFRAÇÕES DISCIPLINARES: O DESAFIO DA CERTEZA DO DIREITO EM UM DOS PRINCIPAIS CAPÍTULOS DA COMPETÊNCIA SANCIONATÓRIA ESTATAL.....</b>	<b>125</b>
André Petzhold Dias e Alexandre Jorge Carneiro da Cunha Filho	
<b>MILITARES ESTADUAIS E MOVIMENTOS GREVISTAS: DIVIDENDOS POLÍTICO-ELEITORAIS E INSTABILIDADE DISCIPLINAR INTERNA .....</b>	<b>145</b>
Juarez Gomes Nunes Junior e Francisco Horácio da Silva Frota	
<b>O DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR E A LEGITIMAÇÃO DO USO DE SEGUROS E DE FUNDOS ESPECIAIS PARA A PROTEÇÃO DO ADMINISTRADOR PÚBLICO .....</b>	<b>158</b>
Sandro Lúcio Dezan e Marcelo Dias Varella	
<b>A AVALIAÇÃO DE IMPACTO E DE RESULTADO REGULATÓRIO COMO ESPECTROS DE POLÍTICA REGULATÓRIA-SANCIONATÓRIA EFICIENTE EM INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL: REFLEXÕES À LUZ DA ACCOUNTABILITY .....</b>	<b>183</b>
Luis Henrique de Menezes Acioly, Isabelle Brito Bezerra Mendes e João Araújo Monteiro Neto	

<b>POLÍTICAS PÚBLICAS, DIREITOS DAS MULHERES, INFÂNCIA E ADOLESCÊNCIA .....</b>	<b>208</b>
<b>DESENVOLVIMENTO DE POLÍTICAS PÚBLICAS MUNICIPAIS: REDES INTERSETORIAIS E AS ESTRATÉGIAS DE GESTÃO .....</b>	<b>210</b>
Palloma Rosa Ferreira, Diego Neves de Sousa, Amélia Carla Sobrinho Bifano e Maria das Dores Saraiva	
<b>O DIREITO AO SALÁRIO-MATERNIDADE NOS CASOS DE GESTAÇÃO DE SUBSTITUIÇÃO: UM ESTUDO COMPARADO ENTRE BRASIL E CHILE .....</b>	<b>234</b>
Janaina Reckziegel, Rommy Alvarez Escudero e Daniele Vedovatto Gomes da Silva Babaresc	
<b>A ADOÇÃO DE CRIANÇAS E ADOLESCENTES E O ALCANCE DOS OBJETIVOS DE DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL DA ONU: UMA ANÁLISE DO PROJETO ADOÇÃO SEGURA DA COMARCA DE MARINGÁ –PR E DA EFETIVAÇÃO DOS DIREITOS DA PERSONALIDADE .....</b>	<b>253</b>
Daniela Menengoti Gonçalves Ribeiro e Ana Maria Silva Maneta	
<b>POLÍTICAS PÚBLICAS EM SAÚDE .....</b>	<b>279</b>
<b>SERÃO OS MEIOS AUTOCOMPOSITIVOS DE RESOLUÇÃO DE CONFLITOS O CAMINHO PARA O ACESSO A POLÍTICAS PÚBLICAS DE SAÚDE? .....</b>	<b>281</b>
Danilo Henrique Nunes, Lucas de Souza Lehfeld e Carlos Eduardo Montes Netto	
<b>POLICY HANDLING TO ACCELERATE STUNTING REDUCTION IN KUPANG TENGAH DISTRICT, REGENCY EAST NUSA TENGGARA PROVINCE .....</b>	<b>303</b>
William Djani e Jeny Jacoba Therikh	
<b>OUTROS TEMAS EM POLÍTICAS PÚBLICAS .....</b>	<b>318</b>
<b>HARNESSING NOVEL TECHNOLOGIES TO FORTIFY ANTI-CORRUPTION EFFORTS: ASSIMILATING INDIA’S EXPERIENCES INTO UZBEKISTAN’S FIGHT AGAINST CRIMINALITY .....</b>	<b>320</b>
Abhishek Thommandru e Fazilov Farkhod Maratovich	
<b>NEXUS OF PUBLIC SERVICE INTERVENTIONS AND SOCIAL DEVELOPMENT: LITERATURE SYNTHESIS.....</b>	<b>341</b>
Jonathan Jacob Paul Latupeirissa e Ni Luh Yulyana Dewi Dewi	
<b>INVESTIMENTO-ANJO: UMA PROPOSTA DE JUSTIÇA FISCAL PARA INVESTIMENTOS DE ALTO RISCO</b>	<b>365</b>
Tarsila Ribeiro Marques Fernandes e Paola de Andrade	
<b>MOTIVAÇÕES DOS CONSUMIDORES PARA INCLUÍREM O NIF NAS FATURAS.....</b>	<b>384</b>
Gabriel Pinto, Daniel Taborda e Pedro Cerqueira	
<b>BUILDING TRUST IN POLICING: CHALLENGES AND STRATEGY.....</b>	<b>402</b>
Baidya Nath Mukherjee e Meera Mathew	

# Investimento-anjo: uma proposta de justiça fiscal para investimentos de alto risco\*

## Angel investing: a proposal for tax justice for high-risk investments

Tarsila Ribeiro Marques Fernandes\*\*

Paola de Andrade \*\*\*

### Resumo

Neste artigo, investigam-se os aspectos jurídico-tributários do investimento-anjo<sup>1</sup> no Brasil, bem como de outras modalidades de promoção e fomento. A introdução do tema no Direito brasileiro ocorreu por meio da LC 155/16, regulamentada pela IN RFB n.º 1719, disciplinas complementadas pela LC 182/21. À luz da doutrina constitucional e tributária que estuda a intervenção do Estado na economia, propõe-se um estudo acerca da (in)adequação da estrutura tributária aplicada às atividades de fomento, em especial ao investimento-anjo. Ademais, ao final, apresentam-se no artigo propostas alternativas de justiça fiscal para essas modalidades de investimento e fomento.

**Palavras-chave:** Estado fiscal. Agentes de fomento. Investimento-anjo. Justiça fiscal.

### Abstract

This article aims to investigate the legal and tax aspects of angel investing in Brazil, as well as other modalities of promotion and development. The introduction of the theme in Brazilian Law occurred through LC 155/16, regulated by IN RFB no. 1719, disciplines complemented by the recent LC 182/21. In light of the constitutional and tax doctrine that studies the State's intervention in the economy, a study is proposed on the (in)adequacy of the tax structure applied to development activities, especially angel investing. Furthermore, at the end, the article presents alternative proposals for tax justice for these types of investment and development.

**Keywords:** fiscal state — Development agents — Angel investment — Fiscal justice.

\* Recebido em: 06/07/2022  
Aprovado em: 18/03/2024

\*\* Doutora em Direito pela Radboud University em Nijmegen (Holanda), mestre em Direito Tributário pela Universidade Católica de Brasília, Professora do Doutorado, Mestrado Profissional e da Especialização do Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP), Procuradora Federal, assessora de Ministro do Supremo Tribunal Federal, Coordenadora do Grupo de Pesquisa “Reforma Tributária e Jurisdição Constitucional” do IDP currículo lattes: <http://lattes.cnpq.br/5703844981053007>; ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-6951-9951>. E-mail: [tarsila.fernandes@idp.edu.br](mailto:tarsila.fernandes@idp.edu.br).

\*\*\* Especialista em Direito Público pela Escola Superior da Magistratura do Estado do Rio Grande do Sul (ESM-Ajuris) e em Direito Tributário pelo Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP), especialista em Finanças, Investimentos e Banking com MBA concluído na Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS) Advogada, bacharel em Direito pela Universidade de Caxias do Sul (UCS), currículo lattes: <http://lattes.cnpq.br/5595748333650452>. E-mail [paola.andrade270@gmail.com](mailto:paola.andrade270@gmail.com).

<sup>1</sup> Investimento-anjo é um tipo de financiamento concedido por pessoas físicas de patrimônio considerável para o desenvolvimento de *startups* consideradas de alto potencial, em que os investidores também participam como mentores para incrementar a probabilidade de sucesso do empreendimento.

# 1 Introdução

A estruturação do Estado brasileiro, para além da forma federativa de Estado e republicana de governo, do regime democrático e do sistema presidencialista, possui também como paradigma o chamado Estado Fiscal. Esse modelo pressupõe que os agentes econômicos recolham tributos sobre os proveitos obtidos, não sendo atividade típica do Estado a atuação direta nos setores da economia de mercado. Considerando o papel relevante dos atores econômicos do mercado para o financiamento das políticas de Estado, mostra-se imprescindível avaliar a repercussão das estruturas arrecadatórias a respeito da atuação dos agentes de fomento no Brasil, com base em uma pesquisa estatística e bibliográfica sobre o tema.

Para tanto, o presente artigo versa, inicialmente, sobre as atividades interventivas e indutivas do Estado na economia e sobre o manejo de ferramentas tributárias para concretizar projetos políticos de governo. Também serão apreciados os conceitos de extrafiscalidade e de Estado Fiscal, averiguando a legitimidade da intervenção estatal sobre as atividades particulares, com vistas a também identificar o respaldo constitucional para essa atuação.

Na sequência, um panorama a respeito da tributação dos agentes de fomento no Brasil será traçado, contemplando a caracterização desses atores e as externalidades geradas pela respectiva configuração tributária. O tópico tratará, especialmente, da tributação do investimento-anjo, um novo arranjo empresarial no Brasil, sumariamente regulamentado pelas Leis Complementares n.º 155 e 182, cuja disciplina tributária tem sofrido críticas da doutrina. A propósito, uma verificação do arranjo tributário desses agentes será feita, de modo a confrontar a realidade com os objetivos traçados pelo legislador, pelo constituinte e pelo gestor público.

Identificadas incongruências nessas estruturas, o terceiro tópico do presente estudo se destina a explorar soluções, pautadas na doutrina e no direito comparado, de maneira a incentivar os investimentos de alto risco e privilegiar a função social da empresa, sem prejuízo da arrecadação estatal para fazer frente às políticas de governo.

## 2 A função promocional do direito tributário: análise acerca das atividades indutivas e interventivas do estado e sua repercussão econômica

A formação do Estado atravessa diversos momentos históricos. Considerando-se como marco inicial a Idade Média (476-1453), o primeiro modelo de Estado organizado foi o chamado Estado Patrimonial, “no qual o Estado, valendo-se de seus próprios meios, obtém o de que necessita para sua subsistência”.<sup>2</sup>

Esse modelo foi substituído no início da Idade Moderna (1453-1789) pelo modelo do Estado Policial, que pregava a função do Estado não como mero agente econômico, mas como autoridade apta a dirigir a economia por meio, inclusive, da arrecadação de tributos. Emergiu, assim, a figura de um Estado interventor, com atuação forte sobre a esfera privada, poder até então desconhecido pelos indivíduos.

Mudanças sociais ao longo da Idade Moderna levaram à superação do Estado de Polícia, enfim suplantado pelo modelo ainda hoje vigente: o Estado Fiscal. A principal característica deste, segundo Schoueri<sup>3</sup>, é ser financiado, prioritariamente, por tributos, de modo que o Estado não gera suas próprias riquezas, incumbindo ao particular transferir parte de seus rendimentos para custeio da máquina pública e demais despesas e projetos. Inicialmente de viés minimalista e inspirado pelos postulados do liberalismo econômico, sua intervenção na esfera econômica era admitida, apenas, em casos excepcionais. Tal fase foi sucedida pelo

<sup>2</sup> SCHOUERI, Luís Eduardo. Direito tributário. 8 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 22.

<sup>3</sup> SCHOUERI, Luís Eduardo. Direito tributário. 8 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 24.

novo paradigma de um Estado Social Fiscal, que manteve a sua forma de financiamento, mas alterou o seu fundamento teórico, servindo a arrecadação para o atendimento de necessidades coletivas.

Novos nomes foram desenvolvidos pela doutrina, como “Estado Democrático e Social de Direito”, mas as bases arrecadatórias permaneceram inalteradas, observando-se, apenas, uma progressiva restrição ao intervencionismo estatal. Nesse paradigma, o modelo de Estado e a política fiscal estabeleceram algumas funções às estruturas tributárias que pautam a relação entre Estado e economia contemporaneamente. Schoueri<sup>4</sup> identifica, pelo menos, cinco: arrecadadora, indutora, distributiva, alocativa e estabilizadora. Assumo relevo a função indutora do tributo, pois, ao mesmo tempo em que a carga tributária foi concebida para ser uma incidência economicamente neutra na cadeia de consumo, ela constitui um poderoso instrumento mobilizador de comportamentos e mercados a ser manejado pelo governo em momentos oportunos. A par desse efeito indutivo dos tributos, emerge a discussão a respeito da legitimidade e do cabimento da intervenção do Estado na economia.

Desde o art. 1º da CRFB/88, que consigna os fundamentos da República Federativa do Brasil, o constituinte demonstra preocupação com a garantia da livre iniciativa, reforçando essa diretriz com o objetivo inscrito no art. 3º, consistente na promoção do desenvolvimento nacional. Além disso, o art. 170 da CRFB/88 densifica esse conteúdo ao explicitar as balizas que devem pautar a ordem econômica nacional, especialmente por meio da livre concorrência e da função social da propriedade. Portanto, em diversos trechos do diploma constitucional, a propriedade e a atividade econômica devem ser funcionalizadas, de modo a atender os ditames constitucionais, legitimando a intervenção estatal para assegurar esse postulado. É próprio do papel estatal, segundo Luís Roberto Barroso, “influir legitimamente nas condutas dos agentes econômicos, através de mecanismos de fomento - incentivos fiscais, financiamentos públicos, redução da alíquota de impostos -, sem que possa, todavia, obrigar a iniciativa privada à adesão”.<sup>5</sup>

A intervenção do Estado na economia rege-se, portanto, pelo Princípio da Subsidiariedade, plasmado no art. 173 da CRFB/88, segundo o qual, ao Poder Público, competem apenas tarefas supletivas ou subsidiárias no âmbito econômico: ressalvados os casos constitucionalmente previstos, “a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”. A intervenção não será necessariamente material, como ocorre nas empresas estatais, podendo o Estado atuar como agente regulador ou como agente fomentador da economia, papéis que assumem especial relevo no assunto em debate.

O direito público mostra-se o campo mais fértil para atuação regulatória e de fomento estatal, especialmente no direito tributário, pois permite o manejo de instrumentos abstratos que impactam diretamente a realidade econômica dos particulares, incentivando ou restringindo certas posturas, conforme seja o interesse do planejamento econômico e fiscal da cúpula de governo. Intitula-se esse fenômeno, que permite a utilização do tributo como ferramenta interventiva, de extrafiscalidade.

A extrafiscalidade é antes de tudo um fenômeno que se verifica na utilização das normas jurídicas tributárias como instrumento da promoção do bem comum ou de finalidades fundamentadas em valores do bem comum. Por meio da indução de condutas positivas ou negativas dos contribuintes realizada por intermédio dos tributos busca-se a realização e alcance pragmático dos elementos axiológicos fundantes da ordem constitucional que devem nortear as ações do Estado e de toda a sociedade, para atingir em última análise o bem social e econômico.<sup>6</sup>

É inerente à extrafiscalidade uma função modificadora do direito, podendo ser caracterizada como verdadeira função promocional, na medida em que está apta a conceder sanções premiaiais com vistas a estimular

<sup>4</sup> SCHOUERI, Luís Eduardo. Direito tributário. 8 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 36.

<sup>5</sup> BARROSO, Luís Roberto. A Ordem Econômica Constitucional e os limites à atuação estatal no controle de preços. Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro, v. 226, p. 187-212, 2001, p. 199.

<sup>6</sup> CARBONI, Mario Augusto. Regime tributário da extrafiscalidade e a função promocional do Direito. Revista de Estudos Jurídicos UNESP, Franca, ano 21, n. 33, p. 217-242. jan/jun. 2017, p. 221.

ou desestimular certas atividades particulares. Ela opera em consonância com a intensidade da atividade interventiva estatal e com as prioridades adotadas pelas políticas econômicas e constitucionais vigentes.

De acordo com a classificação de Celso Antônio Bandeira de Mello<sup>7</sup>, o Estado pode intervir como agente normativo e regulador, como agente fomentador ou, ainda, como agente direto no cenário econômico, sendo a atuação progressivamente mais agressiva na medida em que o Estado detém maior controle dos instrumentos, agentes e insumos. A extrafiscalidade supõe intervenção, mas identificada nas duas primeiras tipologias, de modo que se situa no plano abstrato, devendo ser operacionalizada nos ditames da Constituição e das metas estabelecidas pelo governo, inscritas na denominada “Constituição econômica” que elege diversas materialidades a serem atentadas pelo gestor público e pelo legislador na condução da máquina pública. A instituição do tratamento favorecido às micro e pequenas empresas, e a funcionalização da propriedade são apenas alguns vetores, importando desenvolver a temática relativa à tributação dos agentes de fomento, atendo-se, principalmente, a uma nova modalidade de investimento, denominada “investimento-anjo”.

### 3 Atual panorama da tributação dos agentes de fomento no Brasil

Apesar de identificada a tipologia e a legitimidade da intervenção estatal na economia, atualmente, o Estado delegou parte de suas atribuições de fomento a certos atores particulares, denominados agentes de fomento. O fomento está incluído nas formas de intervenção indireta do Estado na economia, cuja manifestação ocorre quando este “edita normas que trazem medidas de fomento ou de dissuasão, concedendo benefícios fiscais ou impondo cargas tributárias mais ou menos onerosas”.<sup>8</sup>

Não há um consenso sobre o elenco de agentes de fomento. Entretanto, é razoavelmente uniforme a convicção de que são agentes encarregados de capitalizar empreendimentos em desenvolvimento, com vistas ao seu crescimento em situação de regularidade. Há agências oficiais de fomento encarregadas de tal função, destinadas a financiar empreendimentos previstos em programas de desenvolvimento do ente federado ao qual estão vinculadas. Sua atuação consiste na abertura de linhas de crédito e até mesmo no assessoramento em programas e projetos desenvolvidos pelo assistido. Essa modalidade reflete, exatamente, uma atuação indireta do Estado sobre as atividades particulares, na posição de fomentador e indutor de condutas.

Por outro lado, embora o Estado ainda reserve para si parcela significativa do fomento, diversos agentes particulares têm assumido o encargo de fomentar determinados setores e empreendimentos, a despeito da (in)existência de política estatal prevendo tal incentivo. Portanto, ainda que não se identifique uma delegação formal das atribuições de fomento aos particulares, essa atuação se mostra cada vez mais expressiva e relevante na sociedade.

Os bancos privados foram os primeiros agentes particulares de fomento. Contudo, dada a rigurosidade da análise de crédito, muitas empresas ficaram excluídas do mercado de crédito bancário ou ineligíveis para as políticas públicas de fomento. Não houvesse outras possibilidades, essa relevante parcela de empreendedores estaria absolutamente desguarnecida. Tais alternativas existem, especialmente, no campo de empresas de pequeno e médio porte, de solvabilidade questionável, mas com um bom prognóstico pós aporte financeiro.

<sup>7</sup> MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de direito administrativo. 32. ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 818.

<sup>8</sup> BENSOUSSAN, Fábio Guimarães; GOUVÊA, Marcos de Freitas. Manual de direito econômico. 4 ed. rev., ampl. e atual. Salvador: Juspodivm, 2018, p. 172.

## 3.1 Os novos agentes de fomento

### 3.1.1 Securitizadoras

Um agente de fomento importante no contexto atual são as securitizadoras. A operação de securitização surgiu na década de 1970, nos Estados Unidos, a fim de viabilizar o mercado de financiamento imobiliário, podendo ser definida sob a ótica financeira ou sob o prisma jurídico. Para Caminha, a respeito do tema:

do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos — presentes ou futuros — que de outra matéria não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. [...] Sob a ótica jurídica, a securitização pode ser definida com a estrutura composta de um conjunto de negócios jurídicos — ou um negócio jurídico indireto — que envolve a cessão e segregação de ativos em uma sociedade ou um fundo de investimento emissor de títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos.<sup>9</sup>

Ribeiro Júnior<sup>10</sup> sintetiza a operação da seguinte maneira: primeiro, identifica-se a entidade que transfere créditos (originadora), encarregada de selecionar e transferir os créditos que deseja remover do seu balanço patrimonial, formando uma “carteira de referência”; na sequência, o originador transfere a carteira de referência a um emissor, também chamado de Veículo de Propósito Exclusivo (VPE), sendo um *trust*, um fundo de investimento ou uma VPE em formato societário (securitizadoras estruturadas sob a forma de sociedade anônima), o qual propicia a segregação dos ativos do balanço patrimonial da originadora; por fim, o veículo de propósito exclusivo financia a aquisição da carteira por meio da emissão de valores mobiliários negociáveis, adquiridos por investidores no mercado de capitais e que receberão taxas de juros fixas ou flutuantes pagas com os rendimentos da carteira de referência. No Brasil, a securitização teve regulamentação tardia, iniciando no setor de exportações (Res. 1.884/1991 do CMN), o que foi estendido às operações de securitização imobiliária (Lei n. 8.668/1993), culminando no setor de agronegócio, que recebeu a derradeira disciplina normativa (Lei n. 11.076/2004).

Entretanto, o departamento mais fértil de operação das securitizadoras é, justamente, o nicho da securitização de ativos empresariais em geral, que ainda carece de regulamentação. O segmento recebeu duas tentativas de normatização, por meio das Resoluções 2.026 e 2.907 do CMN, mas nenhuma obteve êxito, de maneira que a operação permanece classificada como negócio jurídico indireto, combinando dois grandes conjuntos de negócios para sua formalização: um conjunto de contratos que formaliza a aquisição do recebível sendo, em regra, uma cessão de crédito; e na sequência um conjunto de negócios pelos quais se opera a aquisição por investidores dos títulos de créditos ou valores mobiliários emitidos pelo VPE.

Esse ramo pendente de disciplina jurídica é o principal encarregado do fomento das médias e pequenas empresas, uma vez que tem a flexibilidade de organizar os aportes a partir de uma análise não tão criteriosa de crédito, podendo estipular diferentes condições e preferências com base no panorama de risco creditício do tomador. Em síntese, essa modalidade de securitização alcança a lacuna de mercado, deixada pelos bancos, representada por tomadores que apontam riscos de inadimplência, bem como necessitam do aporte em etapa precoce do processo produtivo, sem resguardar o agente de fomento dos riscos relativos à posterior colocação do produto no mercado, uma vez que a finalização da mercadoria e a sua saída do estabelecimento comercial serão situações ainda incertas.

As securitizadoras desempenham importante função social no mercado empresarial, visto que viabilizam a continuidade do empreendimento, a manutenção de empregos, o pagamento de fornecedores, dentre

<sup>9</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 210-211.

<sup>10</sup> RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. Securitização de recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 125.



outros elementos integrantes dessa cadeia, fornecendo crédito em circunstâncias de risco e em condições mais favorecidas do que as ofertadas no âmbito das instituições financeiras. Inobstante a relevância de sua atuação, a legislação não lhes defere nenhum tratamento favorecido, especialmente no que toca à esfera tributária. Essas entidades se enquadram no regime de lucro real, sujeitas ao IRPJ, CSLL, PIS e COFINS nas alíquotas ordinárias dos demais estabelecimentos congêneres, o que negligencia o risco do investimento e a função social desses agentes, e ignora o postulado constitucional que determina o tratamento favorecido a micro e pequenas empresas (art. 170, IX CRFB/88), que deveria ser estendido, por analogia, aos colaboradores que viabilizam sua existência e regularidade.

Importa enfatizar uma modalidade de investimento relativamente nova e vinculada à função de fomento: o investimento-anjo.

### 3.1.2 Investimento-anjo

#### 3.1.2.1 Aspectos conceituais

Historicamente, o conceito de investimento-anjo surgiu durante o Renascimento por meio da figura dos mecenas, que assumiram a tarefa de financiar potenciais prodígios da arte, lucrando na proporção dos rendimentos advindos dos trabalhos artísticos.<sup>11</sup> Tal *modus operandi* foi progressivamente reproduzido em outros empreendimentos, com alguns refinamentos técnicos a fim de mitigar as chances de perda de capital. No lugar de simplesmente aportar capital, os “anjos” passaram a comprar uma participação nos empreendimentos, a fim de compartilhar resultados, e implementaram o principal traço distintivo dessa modalidade de investimento: a mentoria. Os investidores abandonaram uma postura passiva na espera por resultados, passando a atuar proativamente no sucesso da empresa. De acordo com Caminha e Coelho, os investidores-anjo podem ser assim definidos:

conceitualmente, anjos são pessoas físicas de patrimônio considerável que financiam *startups* de alto potencial, via participação societária ou de dívida conversível em participação, atuando nessas *startups* como mentores da equipe fundadora para aumentar a chance de sucesso do investimento. Majoritariamente, os próprios anjos são ex-empresendedores que desejam recapturar a emoção de dirigir uma *startup* e obter lucros exponenciais no processo, investindo sozinhos ou em grupos e associações. Esses investidores não se limitam a meramente investir seu capital, mas também agregam seu conhecimento comercial e *networking*, o que se chama *smart Money*.<sup>12</sup>

Saliente-se que os anjos podem ser pessoas físicas consideradas individualmente ou grupos, na forma de associações, que promovem o compartilhamento de experiências e treinamentos. Um estudo conduzido por Wiltbank e Boeker<sup>13</sup> apontou que, quando os empreendimentos estão relacionados ao campo de expertise de um anjo, este normalmente apresentava tempo superior a dez anos de experiência relevante na área. A análise indicou, ademais, que a *expertise* teve um impacto material nos rendimentos obtidos pelos investidores-anjo. Logo, é razoável concluir que o investimento-anjo está além de aportes financeiros, sendo também investimento profissional, compreendendo o produto imaterial de sucessos pretéritos dos investidores. Forma-se, então, “um ciclo virtuoso de empresários que geram investidores que geram empresários”.<sup>14</sup>

A *startup* é o alvo do investimento-anjo, distinguindo-se enquanto instituição estruturada para a criação de novos bens e serviços em condições de extrema incerteza, sendo a inovação sua vantagem competitiva

<sup>11</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 117.

<sup>12</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 120.

<sup>13</sup> WILTBANK, Robert; BOEKER, Warren. Returns to Angel Investors in Groups. SSRN Electronic Journal, November, 2007. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1028592\\_code861608.pdf?abstractid=1028592&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1028592_code861608.pdf?abstractid=1028592&mirid=1). Acesso em 15 jan. 2022.

<sup>14</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 120.

no mercado.<sup>15</sup> No entanto, as *startups* padecem, em razão do grau de incerteza que paira sobre o seu produto e, sobretudo, em função da dificuldade no acesso ao crédito.

Diversos países já compreenderam que o desenvolvimento de *startups* é uma das molas propulsoras da economia contemporânea, cabendo ao Brasil também reconhecer o potencial destas instituições e a diferença que estas representaram em sua economia. A expansão de microempresas tem apresentado aumento consistente e inegável ao longo dos anos, passando de 540,6 mil em 2018 para 579,3 mil em 2019 e 579,5 mil em 2020; no que diz respeito às pequenas empresas, passou-se de 75 mil em 2018 para 94,3 mil em 2020. Em 2021, aliás, registrou-se um fenômeno, já que mais de 3,9 milhões de empreendedores realizaram a formalização de micro e pequenas empresas ou o seu registro como microempreendedores individuais (MEIs).<sup>16</sup> Portanto, é inegável sua importância no cenário econômico brasileiro, sendo um dever constitucional outorgar tratamento favorecido a tais entidades.

### 3.1.2.2 Startups, estágios de desenvolvimento e formas de investimento

Vencida a questão conceitual, cumpre tecer algumas considerações a respeito dos estágios de desenvolvimento das *startups* e seu financiamento. Segundo classificação de Caminha e Coelho<sup>17</sup>, as *startups* iniciam em um estágio embrionário (*seed stage*), no qual é desenvolvida a ideia ou o projeto de produto, compreendendo também alguns testes iniciais, em um cenário ainda pautado por incertezas e dificuldade de captação. Em seguida, o estágio inicial (*early stage*) supõe uma administração consolidada, um conceito estável de produto e uma estratégia de *marketing* preparada para as fases iniciais de comercialização. No estágio de expansão (*expansion stage*), verifica-se uma estrutura razoável e possibilidades para avançar sobre novos mercados, com constituição de estoque e faturamento estável. Finalmente, no estágio avançado (*later stage*) a *startup* já apresenta um conceito consolidado, aproximando-se do momento de *breakeven* (momento de equilíbrio da empresa, quando custos e despesas operacionais igualam-se às receitas), oportunidade também para os fundadores e investidores considerarem movimentos de desinvestimento (venda de quotas/ações).

Algumas fontes de investimento são correlatas a tais estágios. Por exemplo, na fase embrionária, o capital aportado é próprio e/ou familiar, o que a torna a mais árdua do empreendimento, justamente pela dificuldade de financiamento — acarretando, não raras vezes, sua quebra por insolvência, fenômeno conhecido como “vale da morte” neste segmento.

À medida que o conceito do projeto se torna mais concreto e as receitas mais estáveis, as instituições financeiras vigoram como novos agentes no mercado de crédito, oferecendo-o, entretanto, em condições bastante desfavoráveis, haja vista a falta de confiabilidade nos resultados. Enquanto os bancos representam o principal agente do mercado financeiro, o mercado de capitais aparece em outra ponta (Instrução CVM n.º 400), viabilizando a emissão de valores mobiliários para capitalização do empreendimento. O problema desse segmento é a dualidade que há entre o risco de crédito suportado pelas instituições financeiras e o risco de sócio suportado pelos acionistas, sendo este significativamente mais agravado, uma vez que sua remuneração está diretamente atrelada ao sucesso da empresa. Não obstante o mercado de capitais apresentar alguns pontos vantajosos, ainda assim não é a melhor alternativa para *startups*, pois articulam-se ao formato societário de companhia aberta, afastadas do regime unificado e favorecido de tributação para micro e pequenas empresas, o Simples Nacional, além de estarem vinculadas ao ônus regulatório que a comercialização de ações em bolsa impõe.

<sup>15</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 24-25.

<sup>16</sup> AGÊNCIA BRASIL. **Quase 4 milhões de novos negócios foram abertos em 2021**. Levantamento do Sebrae mostra recorde de micro e pequenas empresas. Brasília, 16 fev. 2022. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-02/quase-4-milhoes-de-novos-negocios-foram-abertos-em-2021#:~:text=Em%202021%2C%20mais%20de%203,cheqa%20a%2053%2C9%25>. Acesso em 10 mar. 2022.

<sup>17</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 38-40.

Outra alternativa viável pode ser encontrada nas incubadoras e aceleradoras. As primeiras acolhem pequenas *startups* dentro de sua estrutura, fornecendo-lhes ativos tangíveis e intangíveis para “sobrevivência” no mercado de consumo, estando as acolhidas, por sua vez, sujeitas à observância de rígidas cláusulas de participação. No espaço físico das incubadoras, é possível identificar laboratórios de teste, computadores, salas comerciais, mentoria estratégica, *networking*, dentre outras ferramentas para ajudar no desenvolvimento do produto, sendo comumente financiadas por universidades e políticas públicas de fomento. Já as aceleradoras pressupõem um estágio avançado do empreendimento, sendo ideal para *startups* em condições de imediata comercialização dos produtos. Além disso, o aporte de recursos financeiros tende a ser mais significativo.

As novas tecnologias ainda viabilizaram a existência de uma nova modalidade de investimento, realizada por meio de doações e aportes coletivos, aproveitando a estrutura e o ideário de arrecadações filantrópicas. Nesse sentido, o *equity crowdfunding* assemelha-se com o mercado de capitais, pois permite a diversificação da base de financiadores, sendo coordenada por uma plataforma que concilia os interesses de investidores e da própria *startup*, tal qual no mercado de valores mobiliários. O aporte é formalizado por meio de compra direta de participação ou mútuo conversível em ações (Instrução CVM n.º 588), havendo, também, a figura do investidor líder que realiza a intermediação entre as partes interessadas.

Talvez um dos instrumentos mais conhecidos e mais efetivos para financiamento de *startups* sejam os investimentos de fundos de *venture capital*. Nessa modalidade, os investidores “unem seus recursos em um único patrimônio que, por sua vez, é investido em um portfólio de *startups* por um gestor de recursos especializado na seleção e monitoramento de empreendimentos inovadores”.<sup>18</sup> Essa modalidade partiu da concepção de uma operação de *private equity*, visando apostar em empresas de potencial inexplorado, focando, todavia, em empreendimentos de pequeno porte e com risco proporcionalmente mais elevado. Segundo Craveiro<sup>19</sup>, as operações de *private equity* (PE) são caracterizadas, de um lado, “pela assunção, por parte de um fundo de investimentos, de parcela do capital de risco de determinada sociedade”; de outro, da perspectiva da sociedade beneficiária de investimento, constitui “uma forma de captação de recursos alternativa ao endividamento (*debt*)”. Essa ideia supriu uma lacuna no financiamento desses empreendimentos, agregando ao aporte o *know-how* do gestor do fundo, que colabora para o crescimento e lucratividade da *startup*.

A criação desses fundos gerou muita discordância na Receita Federal, sem acordo sobre a melhor forma de estruturá-los. No entanto, é evidente que esses investimentos devem ser feitos exclusivamente por profissionais.

O artigo 5º da Lei Complementar n.º 182 estabeleceu um rol exemplificativo de instrumentos de investimento em inovação que amplia o panorama de possibilidades já explanadas:

Art. 5º As *startups* poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da *startup*, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.

§ 1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na *startup* por meio dos seguintes instrumentos:

- I – contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;
- II – contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;
- III – debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;
- IV – contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;

<sup>18</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 88.

<sup>19</sup> CRAVEIRO, Mariana Conti. Alguns aspectos jurídicos do desinvestimento nas operações de *private equity*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). Direito, gestão e prática: mercado de capitais. (Série GVlaw). São Paulo: Saraiva, 2013, p. 92.

- V – estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;
  - VI – contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;
  - VII – outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da *startup* e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa.
- § 2º Realizado o aporte por qualquer das formas previstas neste artigo, a pessoa física ou jurídica somente será considerada quotista, acionista ou sócia da *startup* após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária.

As formas de investimento em *startups* são as mais diversas, considerando-se os aportes investimentos de alto risco, sujeitos às variações do mercado e com remuneração incerta, sujeita aos riscos da atividade. O investimento-anjo, por ser realizado em uma etapa tão precoce de desenvolvimento do produto e estar associado a um fator de risco exacerbado e a outros elementos de qualificação do investimento, como a mentoria, merece olhar atento da sociedade e do legislador em relação à sua disciplina, ainda que se trate de um investimento não permanente, sucedido por agentes que assumem a função de fomento e capitalização imaterial.

### 3.1.2.3 O investidor-anjo na estrutura societária das startups

A estruturação das *startups* e a participação do investidor-anjo podem assumir as mais diversas feições societárias. A sociedade pode se formar como uma Sociedade em Conta de Participação (SCP), sendo os investidores meros sócios ocultos, enquanto não intervierem diretamente nas operações; ou pode adotar qualquer outro formato societário, sendo o ingresso do investidor operacionalizado através de contrato de participação (LC n.º 155/2016), que combina elementos de participação societária e de uma operação de crédito<sup>20</sup>, limitado ao prazo de 7 (sete) anos, com vistas a incentivar empresas voltadas à inovação. Também há a possibilidade de ingresso do investidor através de contrato de mútuo conversível, de modo que “o credor não participa diretamente do risco do negócio e pode exigir o valor principal mutuado acrescido de juros, independentemente do resultado”<sup>21</sup>, podendo, ainda, cumpridas as determinações contratuais quanto a tempo e circunstâncias, converter sua dívida em participação societária.

Por outro lado, o investidor-anjo se sujeita a algumas determinações jurídicas e contratuais. É necessária a celebração de um *Non-Disclosure Agreement* (NDA), com vistas a preservar o sigilo da atividade, sobremaneira porque se trata de um empreendimento pautado pela inovação. O memorando de entendimentos (*term sheet*) também é imprescindível para definição do tipo de investimento, das condições, da estrutura do negócio e dos direitos do investidor. Parte integrante desse procedimento é a realização de uma *due diligence*, destinada a apurar passivos e contingências, além de um *valuation*, pautado pelas projeções da empresa, já antecipando os potenciais resultados do desinvestimento de alguns investidores. O contrato deve ser revestido de linguagem clara e instrumentos protetivos do investidor, a exemplo das cláusulas *tag along* e *drag along* em caso de alienação do controle societário. Por fim, basta exercer atento monitoramento da empresa para garantir bons resultados quando do alcance da etapa final, que é o desinvestimento.

Até então, noção meramente doutrinária, ilustrada a partir de casos emblemáticos extraídos do direito comparado e sem correspondente nacional, o conceito de investidor-anjo recebeu, com a edição da Lei

<sup>20</sup> MESQUITA, Júlia Leite. Investimento em Startups: uma breve análise à luz da segurança do investidor no mercado brasileiro e o risco do investimento através do mútuo conversível. Monografia (Pós-graduação lato sensu em Direito Societário – LL.M). São Paulo: Insper, 2019. Disponível em: [https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA\\_trabalhoi.pdf](https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA_trabalhoi.pdf). Acesso em 10 jan. 2022, p. 24.

<sup>21</sup> MESQUITA, Júlia Leite. Investimento em Startups: uma breve análise à luz da segurança do investidor no mercado brasileiro e o risco do investimento através do mútuo conversível. Monografia (Pós-graduação lato sensu em Direito Societário – LL.M). São Paulo: Insper, 2019. Disponível em: [https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA\\_trabalhoi.pdf](https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA_trabalhoi.pdf). Acesso em 10 jan. 2022, p. 29.

Complementar n.º 155 de 2016, não apenas reconhecimento, mas um regime próprio e específico. Segundo esse novo diploma, são características do investidor-anjo:

- (i) podem ser pessoas físicas, pessoas jurídicas ou fundos de investimento; (ii) investem seu “aporte” (como a lei chama o investimento) mediante um “contrato de participação” — um novo instituto jurídico; (iii) não são considerados sócios e não podem influenciar a gestão das *startups*; (iv) não respondem com seu patrimônio por dívidas assumidas pela *startup*, sendo inaplicável o art. 50 do Código Civil para atingi-los; (v) podem receber remuneração por seus aportes em até 5 anos, limitada a 50% dos lucros anuais da investida; (vi) só podem investir pelo prazo mínimo de 2 anos e prazo máximo de 7 anos; (vii) têm direito de preferência na hipótese de venda (total ou parcial) das quotas dos sócios; e (viii) têm direito de *tag along* se os demais sócios venderem suas quotas.<sup>22</sup>

Tais características foram apenas reafirmadas pela Lei Complementar n.º 182 de 2021, que se encarregou de trazer parâmetros gerais a respeito da estruturação de *startups* e uma definição objetiva do investidor-anjo no inciso I de seu art. 2º: “não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes”.

### 3.1.2.4 Tratamento tributário conferido ao investimento-anjo e sua inconstitucionalidade

A despeito do notável avanço que foi a conceituação do investimento-anjo pelo legislador, a normativa ainda deixou muitas lacunas, com espaço também a muitas críticas. O alcance do investidor-anjo em ações de responsabilidade é matéria relevante de análise detida em estudo autônomo. Neste artigo, discute-se a legitimidade (ou não) do silêncio eloquente do legislador quanto a eventuais incentivos fiscais ao investimento-anjo no Brasil.

O art. 61-A da Lei Complementar n.º 123, alterado pela Lei Complementar n.º 155, dispõe que o investidor-anjo não será considerado sócio, tampouco terá tais poderes, não responderá por qualquer dívida da sociedade, bem como será remunerado por seus aportes pelo prazo máximo de 5 anos, fazendo jus à participação nos resultados em montante não superior a 50% dos lucros no período. No tocante à tributação, uma vez enquadrado o empreendimento como micro ou pequena empresa, poderá utilizar-se do regime unificado de arrecadação (Simples Nacional). No que se refere ao investidor, entretanto, sua tributação submeteu-se ao regulamento do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 61-A, §10 da lei em comento.

Portanto, lamentavelmente, a Lei Complementar n.º 155 não concedeu nenhuma espécie de incentivo fiscal ao investimento-anjo, assim como também não o fez a Lei Complementar n.º 182. De maneira a suprir o vácuo legislativo quanto à tributação desses agentes, a Receita Federal publicou, em julho de 2017, a Instrução Normativa RFB n.º 1.719, determinando a incidência de Imposto de Renda segundo parâmetros da tabela regressiva aplicável aos investimentos no mercado de capitais, ou seja, com alíquota inicial de 22,5%, chegando a 15% para aplicações que excedam o prazo de 720 dias. Tal tributação é injusta, pois desconsidera as peculiaridades desse investimento e não distingue as duas espécies de remuneração recebidas pelo investidor: o rendimento do capital e o ganho de capital pela alienação da participação, e cada uma deveria ser submetida a tratamento próprio.

A distorção decorrente desse tratamento é clara: enquanto lucros e dividendos distribuídos por empresas sujeitas ao regime de lucro real ou presumido são completamente isentos (art. 10 da Lei n. 9.249/1995), a mesma distribuição de rendimentos do investidor-anjo recebe uma tributação agravada, equivalente à de um investimento em aplicação de renda fixa. Isto por si só gera uma assimetria capaz de desestimular o aporte em empreendimentos de risco, contrariando o postulado constitucional de tratamento favorecido às micro e pequenas empresas. O ganho de capital, por outro lado, submete-se ao mesmo tratamento de investimentos ordinários, reduzindo, significativamente, a vantagem em potencial advinda do desinvestimento.

<sup>22</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 218.

A IN RFB 1.719 não implementou significativas melhorias na estrutura tributária do investimento-anjo, prevendo, apenas, em seu art. 7º, uma dispensa de retenção de IR para fundos que aportarem capital como investidores-anjo.

O regulamento não pode criar isenção tributária sem lei subjacente, havendo previsão expressa nesse sentido (art. 150, §6º CRFB/88), à qual a administração se encontra plenamente vinculada, sob pena de responsabilidade funcional. Além disso, a incidência do IR sobre o ganho de capital é respaldada pelo art. 21 da Lei n. 8.981/95, de modo que não pode ser afastada por ato infralegal. Logo, conclui-se que o principal erro foi do legislador que, embora reconhecendo a principiologia inerente ao empreendedorismo inovador (art. 3º da LC n. 182) e deferindo tratamento favorecido em matéria de fomento e contratações públicas, permaneceu omissivo em relação à órbita tributária, negligenciando os riscos dessa modalidade de investimento e o desestímulo que a falta de incentivo fiscal traz aos investidores.

As estatísticas revelam que uma parcela significativa das *startups* não alcança o estágio inicial, encerrando suas atividades logo no estágio embrionário por falta de aportes ou por problemas relativos ao desenvolvimento do produto. Dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revelam que empresas comuns têm grandes chances de “morrer” nos cinco primeiros anos<sup>23</sup>; essa expectativa de sobrevivência cai para cinco meses quando se fala em *startups*.<sup>24</sup> Os dados disponibilizados pela *Startupbase* também revelam que o número de *startups* existentes em estágio inicial é muito inferior ao número destas em estágio avançado. Estes fatos permitem enquadrar o investimento-anjo como investimento de alto risco destinado apenas a investidores experientes e com perfil arrojado.

Destarte, para se assumir um risco de tal magnitude, podendo representar a perda de 100% do capital investido, o “prêmio” deve ser proporcionalmente alto e interessante, constituindo-se como estímulo para assunção de tal ônus. Contudo, não é o que se observa no regramento brasileiro, que sujeita o anjo ao mesmo ônus tributário de um investidor conservador de renda fixa exposto a riscos infinitamente mais reduzidos.

Ademais, importa salientar que o investimento-anjo desempenha uma importante função social na comunidade, não apenas por promover a geração de empregos, mas também por tornar-se, através da *startup*, um grande gerador de receita para o Poder Público e uma importante fonte de desenvolvimento regional. No ramo das inovações, uma estrutura inicialmente pequena tem condições de crescer exponencialmente, promovendo emprego, boas práticas e receitas, funções que não foram adequadamente observadas e tratadas pelo legislador quando estabeleceu a configuração jurídica da *startup* e de seus investidores.

Sem a figura do agente de fomento, nesse caso o investidor-anjo, a *startup* não sai do projeto e inovações não são implementadas. O aporte desse agente viabiliza a ideia, garante o pagamento de salários, implementa o processo produtivo e coloca o produto nas prateleiras. Considerando o postulado constitucional que determina o tratamento favorecido a empresas de pequeno porte (art. 170, inciso IX da CRFB/88), a situação revela, de fato, uma inconstitucionalidade circunstancial da incidência tributária, segundo a qual em uma situação em que “um enunciado normativo [é] válido em tese e na maior parte de suas incidências, ao ser confrontado com determinadas circunstâncias concretas, produz uma norma inconstitucional”.<sup>25</sup>

A tributação pela tabela regressiva do Imposto de Renda é válida e rege a maior parte das incidências em matéria de investimentos; entretanto, traduz, neste caso, situação injusta e assimétrica que deve ser considerada circunstancialmente inconstitucional, justamente porque se apresenta como um entrave

<sup>23</sup> IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Demografia das empresas e estatísticas de empreendedorismo: 2017. Rio de Janeiro: IBGE, 2019. Disponível em: <http://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=2101671>. Acesso em 11 fev. 2022, p. 33.

<sup>24</sup> MUNHOZ, Fernando et al. Vale da morte: estudo sobre as causas e aplicações nas startups de tecnologia, 2020. DOI: 10.13140/RG.2.2.28417.20327. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/340492097\\_VALE\\_DA\\_MORTE\\_ESTUDO\\_SOBRE\\_AS\\_CAUSAS\\_E\\_APLICACOES\\_NAS\\_STARTUPS\\_DE\\_TECNOLOGIA\\_DEATH\\_VALLEY\\_A\\_STUDY\\_OF\\_CAUSES\\_AND\\_APPLICABILITY\\_IN\\_TECH\\_STARTUPS](https://www.researchgate.net/publication/340492097_VALE_DA_MORTE_ESTUDO_SOBRE_AS_CAUSAS_E_APLICACOES_NAS_STARTUPS_DE_TECNOLOGIA_DEATH_VALLEY_A_STUDY_OF_CAUSES_AND_APPLICABILITY_IN_TECH_STARTUPS). Acesso em 03 jan. 2022, p. 5.

<sup>25</sup> LENZA, Pedro. Direito constitucional esquematizado. 21 ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 337.

ao reconhecimento da função social do investimento-anjo e à plena eficácia do comando constitucional de incentivo às empresas de pequeno porte. A par da regulamentação já existente a respeito do arranjo jurídico do investimento-anjo, nota-se omissão parcial por parte do legislador no tocante aos incentivos devidos a esta modalidade de investimento, já reconhecidos em outros formatos (vide discussão a respeito dos dividendos), mas incompreensivelmente negligenciados neste caso.

A omissão legislativa deve ser reputada inconstitucional quando manifestar a inobservância de um “dever constitucional de legislar, que resulta tanto de comandos explícitos da Lei Magna, como de decisões fundamentais da Constituição identificadas no processo de interpretação”.<sup>26</sup> Especificamente, fala-se em omissão parcial “quando um ato normativo atende apenas parcialmente ou de modo insuficiente a vontade constitucional”.<sup>27</sup> Ao silenciar a respeito dos incentivos devidos aos investidores-anjo, o legislador permite que haja proteção deficiente de uma nova camada social comprometida com o desenvolvimento econômico, social e tecnológico do país.

O fundamento constitucional que autoriza o reconhecimento dessa inconstitucionalidade encontra-se tanto no comando que estimula o tratamento favorecido a empresas de pequeno porte (art. 170, inciso IX da CRFB/88) quanto no dispositivo que preconiza a proteção da propriedade e de sua função social (art. 5º, incisos XXII e XXIII da CRFB/88). Ao inviabilizar a base de financiamento para micro e pequenas empresas, o legislador opõe-se ao tratamento favorecido às empresas de pequeno porte, impedindo que estas se iniciem e se desenvolvam, eis que isso pressupõe, justamente, o aporte financeiro inicial. No tocante à violação do direito de propriedade, a proteção insuficiente mostra-se ainda mais evidente, visto que o investidor se expõe a risco demasiado, sem qualquer proteção, contraprestação ou garantia concedida pelo legislador. Não tem a segurança do retorno do capital investido, não lhe é assegurada correção monetária e não tem a proteção por parte de qualquer instituição financeira, pública ou privada.

A doutrina mais moderna aponta para uma conceituação mais ampliada do direito de propriedade para fins de constatação do âmbito de proteção constitucional desse direito, abrangendo não somente a propriedade, segundo a definição civilista, como também as pretensões salariais, as participações societárias, dentre outros.<sup>28</sup> Assim, o capital investido, a rigor, como participação societária, merece tutela legal e constitucional por meio de garantias e incentivos, o que atualmente não se observa.

Estabelecida a omissão inconstitucional, resta saber como remediá-la. No âmbito da jurisdição constitucional, quando se trata de omissões, é clara a tendência pelo reconhecimento da inconstitucionalidade sem pronúncia de nulidade, haja vista que a supressão de norma regulamentadora, ainda que insuficiente, pela pronúncia de nulidade, tem o condão unicamente agravar o quadro de inconstitucionalidade. Nesse caso, recomenda-se a adoção de técnicas de apelo ao legislador (*Appellentscheidung*), “decisão na qual se afirma que a situação jurídica em apreço ainda se afigura constitucional, devendo o legislador empreender as medidas requeridas para evitar a consolidação de um estado de inconstitucionalidade”.<sup>29</sup> Nesse caso, afirma-se o estado de mora legislativa com a finalidade de, ao final, incitar o parlamento a uma tomada de providências. A outra alternativa seria aderir à posição concretista adotada pelo Supremo Tribunal Federal no âmbito do controle das omissões inconstitucionais, de maneira a estabelecer prazo razoável para que o Congresso Nacional discipline a matéria impugnada, sob pena de tornar aplicável, definitivamente, a solução provisória estabelecida pela Corte Constitucional, no exercício de uma função normativa subsidiária. Tanto uma quanto outra alternativa podem ser adotadas no caso concreto, a fim de sanar a inconstitucionalidade do atual tratamento tributário conferido ao investimento-anjo.

<sup>26</sup> MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gonet. Curso de direito constitucional. 15 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 1212.

<sup>27</sup> MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gonet. Curso de direito constitucional. 15 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 1212.

<sup>28</sup> MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gonet. Curso de direito constitucional. 15 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 331.

<sup>29</sup> MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gonet. Curso de direito constitucional. 15 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 1379.

Superada a questão relativa à inconstitucionalidade, no tópico seguinte, pretende-se apresentar algumas soluções ao quadro de injustiça fiscal enfrentado pelos agentes de fomento no Brasil, que aportam dinheiro em situações de altíssimo risco à míngua de qualquer incentivo ou garantia. O panorama legislativo atual consubstancia verdadeiro fator de desestímulo aos investimentos em empreendimentos inovadores, contrariando a orientação constitucional e internacional de formação de um ambiente colaborativo e globalizado de negócios promissores.

Embora não seja a única variável na equação que leva à solidificação desse ambiente, a tributação desempenha grande papel ao longo de toda a cadeia de consumo e produção, merecendo cuidadosa consideração em relação à estruturação de um empreendimento. Importa analisar quais são as alternativas de justiça fiscal para viabilizar um investimento de risco rentável e dotado, na maior medida possível, de previsibilidade, favorecendo a criação de um ambiente de negócios promissor e inovador.

## 4 Soluções para alcançar a justiça fiscal em investimentos de alto risco

A respeito do panorama normativo da tributação dos agentes de fomento no Brasil, não houve racionalização acerca das variáveis envolvidas em investimentos de alto risco, uma vez que reclamariam tratamento próprio e favorecido, programa que não foi implementado pelo legislador. Com vistas a contornar essa distorção, o Estado tem a prerrogativa de valer-se de instrumentos de incentivo já largamente utilizados em outros setores, assim como no direito comparado.

A primeira possibilidade, que parece também a mais óbvia, é a isenção dos lucros auferidos em investimentos de alto risco. O direito comparado traz exemplos notáveis e que já se mostraram promissores no que se refere ao incentivo de empreendimentos inovadores. Eis o panorama jurídico desses investimentos nos Estados Unidos:

- (i) um investidor pode ganhar isenção do imposto de renda (“IR”) sobre até 100% do ganho de capital decorrente do desinvestimento de uma empresa de pequeno porte (um *small business*), desde que ele tenha mantido seu investimento por pelo menos 5 anos (26 U.S. Code, §1.202) em uma ou mais pequenas empresas (26 U.S. Code, §1.045);
- (ii) esse prazo também pode ser acumulado em mais de um investimento – se um investidor auferir ganho de capital antes do desfecho dos 5 anos, ele terá até 60 dias para alocar tal ganho em outro pequeno negócio, e, assim, aproveita a isenção (26 U.S. Code, § 1045); e
- (iii) caso haja perda no investimento, o investidor que contribuiu para o primeiro milhão aportado em um *small business* poderá deduzir o prejuízo<sup>30</sup>.

No mesmo sentido, alguns países da União Europeia adotam estratégias similares, colhendo também profícuos resultados no desenvolvimento do setor de inovação:

na França, pessoas físicas conseguem até 18% de isenção do IR sobre o total investido em pequenas empresas até o limite de € 50 mil se mantiverem o investimento por cinco anos. Na Bélgica, anjos recebem um crédito fiscal de 30% no momento do investimento de até € 100 mil em uma sociedade empresária de pequeno porte, que pode ser elevado a 45% para microempresas. Na Itália, pessoas físicas podem conseguir isenção do IR sobre ganho de capital se o investimento atingir um certo mínimo do capital social e se mantiver pelo mínimo de 3 anos; e pessoas jurídicas podem conseguir até 95% de isenção do IR sobre o ganho de capital se mantiverem o investimento pelo mínimo de 1 ano e contabilizá-lo como ativo financeiro. Por fim, na Irlanda, no contexto do programa “*Employment and Investment Incentive*”, pessoas físicas e jurídicas conseguem crédito fiscal de 30% do investimento, acrescido de mais 10% quando se comprovar que o capital contribuiu para gerar empregos ou foi usado pela investida para fins de R&D, benefício aplicável em aportes de até de € 150 mil.<sup>31</sup>

<sup>30</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 150.

<sup>31</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 151-152.



Essa lógica de isenção remete ao que já foi discutido em tópico anterior, concernente ao tratamento jurídico dos rendimentos auferidos pelos agentes de fomento como verdadeiros dividendos. Uma vez que, em virtude de previsão legal, os dividendos são isentos, não há razão para empregar tratamento distinto em relação aos rendimentos oriundos dos aportes realizados por agentes de fomento.

Segundo Molina<sup>32</sup>, é direito dos acionistas em sociedades anônimas a participação nos lucros sociais de dois modos: pelo pagamento de dividendos e pela participação no acervo social, em caso de dissolução da sociedade. De igual maneira, aos investidores, na condição de credores, competem os mesmos direitos. Na definição de Fran Martins, “a parte que cabe a cada sócio, proporcional às ações que possuir na sociedade, tem o nome de dividendo, por resultar da divisão do lucro líquido pelo número de ações”.<sup>33</sup> Ora, se a finalidade dos dividendos e dos resgates é a mesma, ou seja, remunerar o investidor na proporção dos lucros auferidos pela sociedade, seu tratamento jurídico-tributário deveria ser o mesmo, sendo absolutamente arbitrária a distinção implícita determinada pelo legislador.

Importa salientar outra estratégia do governo norte-americano: a concessão de empréstimos a fundos de investimentos privados cuja finalidade seja investir em negócios promissores que preencham certos critérios.<sup>34</sup> O Brasil poderia aderir ao expediente, uma vez que cria subvenções destinadas a empresas que preencham certos requisitos (*v.g.* Lei n. 14.161/2021 que estabelece o Pronampe como política permanente e oficial de crédito às micro e pequenas empresas). Parece, no entanto, que o legislador está muito mais atento ao empreendedor do que aos seus investidores, causando ao empresário um novo fator de endividamento ao invés de criar incentivos para que o particular subsidie as atividades empreendedoras, lucrando com o negócio e remunerando adequadamente o Poder Público, por meio da tributação pelos lucros auferidos. Exemplos inteligentes seriam o financiamento de incubadoras e incentivos fiscais aos investidores-anjo.

O raciocínio distorcido que aponta sempre o Poder Público como agente de fomento não tem vertido bons resultados, sobretudo porque as soluções destas subvenções são costumeiramente padronizadas, não autorizando formas alternativas de remuneração do aporte, restando apenas o pagamento direto, opção muitas vezes inviável ao empreendedor. Se o incentivo fosse destinado ao investidor, o Poder Público mitigaria seus riscos de crédito, bem como poderia destinar as receitas a outras despesas essenciais, recebendo sua parcela do êxito através de tributos e outras exações compulsórias decorrentes do exercício de atividade econômica lucrativa.

Outra alternativa seria o estabelecimento de um regime diferenciado de tributação para certos agentes particulares de fomento, criando-se um rol de alíquotas diferenciadas, além de outros incentivos como a redução de base de cálculo e a dedutibilidade de perdas em investimentos frustrados. Essa normativa específica amoldar-se-ia às características peculiares destes agentes, bem como estabeleceria maior segurança e previsibilidade nas relações jurídicas.

Finalmente, trazendo analogicamente um instituto criado em outros ramos ou segmentos do direito, é possível pensar na criação de um fundo para reposição de perdas e mitigação de riscos em investimentos de alto risco.

Visando resguardar os direitos dos correntistas e aliviar a responsabilidade do Banco Central por ocasião de insolvência de instituição financeira, em 1995, pela Resolução CMN 2.197, foi criado o Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Trata-se de uma instituição financeira, criada na forma de associação sem fins lucrativos, que não exerce função pública, tendo por finalidade a proteção de investidores e a manutenção da

<sup>32</sup> MOLINA, Fabiana Ricardo. Da distribuição de dividendos em sociedades anônimas. Revista Síntese: Direito Empresarial, Porto Alegre, v. 12, n. 70, p. 54-77, set-out/2019, p. 62.

<sup>33</sup> MARTINS, Fran. Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades. Vol. I. 42. ed. rev. atual. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. – Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 314.

<sup>34</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. Captação de recursos por startups. São Paulo: Almedina. 2020, p. 145.

estabilidade do Sistema Financeiro Nacional. É custeado por recursos privados, na forma de contribuições das instituições financeiras associadas.

Atualmente, a regulamentação do fundo foi alterada, estando regulamentada pela Resolução CMN 4.222/2013, que estabelece os limites à atuação do FGC. Em suma, ao FGC compete realizar o pagamento da dívida de instituição associada em situação de intervenção ou liquidação extrajudicial, não lhe sendo lícito negar tal pagamento, ficando sub-rogada nos direitos do investidor. Fica claro que a função do fundo é acauteladora, ou seja, no sentido de garantir o direito dos correntistas até um dado limite de aplicação (hoje, R\$ 250.000,00), quando as instituições financeiras se encontrarem em situações de iminente risco de solvabilidade.

Possível seria cogitar a instituição de um fundo garantidor de investimentos de alto risco, com vistas a mitigar as perdas decorrentes de oscilações do mercado das *startups* e demais empresas alcançadas por estes agentes de fomento. Em um primeiro momento, o fundo seria criado a partir de uma dotação de receitas da União, seguido de contribuições mensais, módicas, por parte dos empreendimentos beneficiados pelo aporte.

Enfim, nota-se que as soluções são muitas e distintas, atentando à função social essencial desempenhada por esses novos agentes de fomento que aportam recursos em empreendimentos promissores, geradores de emprego, renda e desenvolvimento, substituindo-se ao Poder Público enquanto único agente indutor de comportamentos econômicos. Essa delegação ou, pelo menos, compartilhamento de atribuições de fomento permite mitigar o risco de crédito das contas públicas, autorizando a aplicação das receitas públicas em áreas de maior necessidade, não implicando perda nem renúncia de receita, na exata medida em que será compensado pelos meios ordinários de cobrança, sobretudo por meio do tributo. Inúmeras são as vantagens deste novo paradigma, restando ao Poder Público apenas viabilizar estas soluções, incentivando os investimentos de alto risco através de benefícios fiscais e de outras naturezas como forma de implementação de um novo modelo de justiça fiscal.

## 5 Considerações finais

A caracterização do Brasil como Estado Fiscal justifica algumas opções em relação a sua política econômica e tributária. Indiscutivelmente, no contexto brasileiro, não constitui função do Estado, como regra, intervir diretamente na economia, cabendo-lhe, apenas, a tarefa de induzir ou desestimular certos comportamentos com vistas a alcançar as metas estipuladas pelo programa de governo. Apesar de mínima e subsidiária, a intervenção do Estado na economia não é neutra, podendo valer-se de instrumentos com efeitos extrafiscais para alcançar os fins almejados. Nesse panorama, o tributo é um instrumento de fundamental relevância, ostentando forte repercussão na escolha e no desenvolvimento de atividades privadas.

Todavia, para além do regime tributário e do programa de governo, é pressuposto para o início e o regular desenvolvimento de empreendimentos, um aporte financeiro inicial para implementação da atividade, sendo este o território de atuação dos denominados agentes de fomento. Não é função precípua do Estado ser o agente que aporta, mas tão somente ser aquele que regula, incentiva ou desestimula certas atividades, cabendo o fomento, sobretudo, aos agentes particulares.

O mercado financeiro é a ferramenta mais conhecida para aporte de recursos no início das atividades do empreendimento. Entretanto, em razão de sua predominância no cenário brasileiro, os critérios de acesso costumam ser bastante seletivos e onerosos, afastando diversos promissores empreendimentos do mercado de crédito. Os empreendimentos marginalizados desse mercado são aqueles que apresentam maior fator de risco no retorno do investimento, demandando a intervenção de agentes mais arrojados que acreditam no resultado do negócio e que exigem participação proporcionalmente mais alta sobre os lucros auferidos.

Apesar da alta lucratividade potencial, trata-se de rentabilidade incerta, associada a um fator de risco significativamente mais alto do que correm as instituições do mercado financeiro, razão pela qual os agentes dispostos a correr esse risco deveriam receber um estímulo além do lucro eventual, representado por incentivos estatais no que se refere à incidência tributária e a exigências burocráticas.

Esses agentes que atuam nas lacunas deixadas pelo mercado de crédito colaboram para o desenvolvimento da economia, para a geração de emprego e para o aumento da receita tributável, benefícios dos quais o Estado se beneficia diretamente sem nenhuma contrapartida específica. Portanto, apesar de notável, a função social destes novos agentes de fomento vem sendo reiteradamente negligenciada pelo legislador.

Dentre diversos possíveis agentes que poderiam ter sido abordados neste trabalho, o enfoque deu-se no investimento-anjo. Recentemente disciplinado pelas Leis Complementares n.º 155 e 182, além de outras normativas infralegais, o investimento-anjo, realizado por pessoas físicas ou jurídicas que aportam dinheiro mediante contrato de participação ou instrumento análogo em empreendimentos iniciantes, é um revolucionário instrumento de desenvolvimento nacional, cujos resultados são conhecidos internacionalmente, sobretudo em matéria de tecnologia. Entretanto, mesmo ciente da relevância e do potencial dessa modalidade de investimento, o legislador não contemplou nenhum incentivo fiscal ao agente que aporta seus recursos e aposta no resultado do empreendimento, sendo tributado tal qual um agente que aporta seus recursos em fundos de renda fixa.

Nota-se, pois, que o panorama tributário do investimento de alto risco no Brasil está na contramão do cenário mundial, que concede incentivos fiscais e burocráticos para manutenção e estímulo ao investimento pelos agentes particulares. Esse raciocínio favorece não apenas os investidores e os empreendimentos beneficiados, como também a máquina pública, que arrecada a partir do êxito destes agentes.

Apresentaram-se algumas soluções a esse quadro iníquo a exemplo da correção do tratamento tributário conferido a tais investimentos, passando a considerá-los verdadeira participação societária, já que o investidor se sujeita aos riscos do empreendimento. Outra opção é criar um regime tributário especial para estes agentes ou, ainda, um fundo garantidor de investimentos de alto risco, tal como existe para investidores sujeitos à volatilidade do mercado de capitais.

Portanto, a injustiça e a inconstitucionalidade circunstancial do modelo tributário que alcança os agentes em comento são reversíveis, bastando que haja uma tomada de providência legislativa. Algo operacionalmente simples terá o condão de alterar o cenário de investimentos no Brasil, tornando mais atraente o aporte de capital em empreendimentos inovadores nacionais pela própria sociedade brasileira e pelo capital estrangeiro, favorecendo o desenvolvimento de um novo modelo de justiça fiscal.

## Referências

AGÊNCIA BRASIL. **Quase 4 milhões de novos negócios foram abertos em 2021.** Levantamento do Sebrae mostra recorde de micro e pequenas empresas. Brasília, 16 fev. 2022. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-02/quase-4-milhoes-de-novos-negocios-foram-abertos-em-2021#:~:text=Em%202021%2C%20mais%20de%203,chega%20a%2053%2C9%25>. Acesso em 10 mar. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é agência de fomento?** Disponível em [https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/agencia\\_fomento.asp?frame=1](https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/agencia_fomento.asp?frame=1). Acesso em 11/12/2021.

BARRETO, Gileno G. A tributação dos dividendos: análise comparativa da incidência do imposto de renda das empresas no Brasil com os países membros da OCDE. **Revista Direito Tributário Atual.** ISSN: 1415-8124. Ano 2018, n.40, p. 483- 505.

BARROSO, Luís Roberto. A Ordem Econômica Constitucional e os limites à atuação estatal no controle de preços. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v. 226, p. 187-212, 2001.

BENSOUSSAN, Fábio Guimarães; GOUVÊA, Marcos de Freitas. **Manual de direito econômico**. 4 ed. rev., ampl. e atual. Salvador: Juspodivm, 2018.

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

CARBONI, Mario Augusto. Regime tributário da extrafiscalidade e a função promocional do Direito. **Revista de Estudos Jurídicos UNESP**, Franca, ano 21, n. 33, p. 217-242. jan/jun. 2017.

CRAVEIRO, Mariana Conti. Alguns aspectos jurídicos do desinvestimento nas operações de *private equity*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). **Direito, gestão e prática: mercado de capitais**. (Série GVlaw). São Paulo: Saraiva, 2013, p.89-117.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Demografia das empresas e estatísticas de empreendedorismo**: 2017. Rio de Janeiro: IBGE, 2019. Disponível em: <http://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=2101671>. Acesso em 11 fev. 2022.

LENZA, Pedro. **Direito constitucional esquematizado**. 21 ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades**. Vol. I. 42. ed. rev. atual. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. – Rio de Janeiro: Forense, 2019.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 32. ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015.

MENDES, Gilmar Ferreira; BRANCO, Paulo Gonet. **Curso de direito constitucional**. 15 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

MESQUITA, Júlia Leite. **Investimento em Startups**: uma breve análise à luz da segurança do investidor no mercado brasileiro e o risco do investimento através do mútuo conversível. Monografia (Pós-graduação lato sensu em Direito Societário – LL.M). São Paulo: Insper, 2019. Disponível em: [https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA\\_trabalhoi.pdf](https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2503/5/JULIA%20LEITE%20MESQUITA_trabalhoi.pdf). Acesso em 10 jan. 2022.

MOLINA, Fabiana Ricardo. Da distribuição de dividendos em sociedades anônimas. **Revista Síntese: Direito Empresarial**, Porto Alegre, v. 12, n. 70, p. 54-77, set-out/2019.

Munhoz, Fernando *et al.* **Vale da morte**: estudo sobre as causas e aplicações nas *startups* de tecnologia, 2020. DOI: 10.13140/RG.2.2.28417.20327. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/340492097\\_VALE\\_DA\\_MORTE\\_ESTUDO\\_SOBRE\\_AS\\_CAUSAS\\_E\\_APLICACOES\\_NAS\\_STARTUPS\\_DE\\_TECNOLOGIA\\_DEATH\\_VALLEY\\_A\\_STUDY\\_OF\\_CAUSES\\_AND\\_APPLICABILITY\\_IN\\_TECH\\_STARTUPS](https://www.researchgate.net/publication/340492097_VALE_DA_MORTE_ESTUDO_SOBRE_AS_CAUSAS_E_APLICACOES_NAS_STARTUPS_DE_TECNOLOGIA_DEATH_VALLEY_A_STUDY_OF_CAUSES_AND_APPLICABILITY_IN_TECH_STARTUPS). Acesso em 03 jan. 2022.

NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Panorama jurídico dos investimentos em *startups* no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Ano 23, vol. 90, p. 159-181. São Paulo: Ed. RT, out-dez/2020.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. **Securitização de recebíveis**: elementos constitutivos no direito brasileiro. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito tributário**. 8 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

STARTUPBASE. **Estatísticas**. Disponível em: <https://startupbase.com.br/home/stats>. Acesso em 03 jan. 2022.

---

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). **Direito, gestão e prática:** mercado de capitais. Série GVlaw. São Paulo: Saraiva, 2013.

WILTBANK, Robert; BOEKER, Warren. Returns to Angel Investors in Groups. **SSRN Electronic Journal**, November, 2007. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1028592\\_code861608.pdf?abstractid=1028592&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1028592_code861608.pdf?abstractid=1028592&mirid=1). Acesso em 15 jan. 2022.

Para publicar na revista Brasileira de Políticas Públicas, acesse o endereço eletrônico [www.rbpp.uniceub.br](http://www.rbpp.uniceub.br)  
Observe as normas de publicação, para facilitar e agilizar o trabalho de edição.