Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

Insper

Curso de Direito

INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: UMA ANÁLISE DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR

Manoela Brotherhood Pimentel

Orientador(a): Prof. Gabriela Junqueira

São Paulo

2025

Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Cientifica (PIBIC)

Manoela Brotherhood Pimentel

Curso de Direito

INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: UMA ANÁLISE DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR

Relatório final apresentado ao Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Cientifica (PIBIC)

Orientador(a): Prof. Gabriela Junqueira

São Paulo

2025

Resumo

Este trabalho analisa os instrumentos de investimento e financiamento em startups previstos no Capítulo III da Lei Complementar nº 182/2021, o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (MLSEI). A pesquisa parte da contextualização do papel das startups no cenário econômico brasileiro e da necessidade de adaptação legislativa diante das especificidades desse modelo de negócio. O objetivo é compreender como a lei busca fomentar o acesso a capital, reduzir riscos e garantir maior segurança jurídica para investidores e empreendedores. A metodologia utilizada foi de caráter qualitativo, baseada em revisão bibliográfica e análise legislativa e doutrinária, com enfoque nos instrumentos jurídicos previstos em seu Art. 5° (como contratos de opção de compra e subscrição, debêntures conversíveis, mútuo conversível, sociedade em conta de participação (SCP) e contrato de participação), bem como os demais dispositivos do capítulo. Os resultados indicam que, embora o MLSEI consolide práticas já utilizadas no mercado e traga maior clareza normativa, permanecem tensões quanto à responsabilização do investidor em decorrência de disposições contratuais ou condutas que caracterizam a posição de sócio, o que traz um cenário de questionamento sobre a garantia de proteção jurídica ao investidor. Conclui-se que, apesar dos avanços regulatórios, ainda existem desafios para equilibrar a liberdade contratual com a proteção do investidor, sendo introduzidas reflexões sobre ajustes legislativos ou mecanismos complementares de mitigação de risco.

Palavras-chave: startups; investimento; financiamento; Marco Legal das Startups (MLSEI); proteção ao investidor; segurança jurídica; fomento à inovação

Abstract

This study analyzes the investment and financing instruments for startups set forth in Chapter III of Complementary Law No. 182/2021, the Legal Framework for Startups and Innovative Entrepreneurship (MLSEI). The research begins by contextualizing the role of startups in the Brazilian economic landscape and the legislative need to adapt to the specificities of this business model. The objective is to understand how the law seeks to promote access to capital, reduce risks, and ensure greater legal certainty for both investors and entrepreneurs. The methodology employed was qualitative, based on bibliographic review and legislative and doctrinal analysis, with emphasis on the legal instruments provided in Article 5, such as option and subscription agreements, convertible debentures, convertible loans, silent partnerships, and participation contracts, as well as the other provisions of the chapter. The findings indicate that, although the MLSEI consolidates practices already used in the market and provides greater normative clarity, tensions remain regarding investor liability arising from contractual provisions or behaviors that may characterize the position of a partner, raising questions about the guarantee of legal protection for investors. It is concluded that, despite regulatory advances, challenges persist in balancing contractual freedom with investor protection, leading to reflections on potential legislative adjustments or complementary mechanisms for risk mitigation.

Keyword: startups; investment; financing; Legal Framework for Startups (MLSEI); investor protection; legal certainty; innovation promotion

Lista de Siglas

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIPs – Fundos de Investimento em Participações

FMIEE – Fundos Mútuos de Empresas Emergentes

MCTIC - Ministérios da Economia e da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações

MLSEI – Marco Legal das Startups

MVP – Mínimo Produto Viável

SCP – Sociedade em Conta de Participação

TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo

Sumário

1. INTRODUÇÃO 11

2. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS E *MODUS OPERANDI* DAS STARTUPS 14

2.1. O QUE É UMA STARTUP? 14

2.2. MODUS OPERANDI E CICLOS DE INVESTIMENTO 16

3. O MARCO LEGAL DAS STARTUPS E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR (MLSEI) 20

3.1. OBJETIVOS E ESTRUTURA DA LEI 20

3.2. O CONCEITO DE STARTUP DE ACORDO COM O MLSEI 21

3.3. O CONCEITO DE INVESTIDOR-ANJO DE ACORDO COM O MLSEI 25

4. ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES CAPÍTULO III DO MLSEI: DOS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM INOVAÇÃO 27

4.1. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 5°: INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE APORTE DE CAPITAL EM STARTUPS 28

4.1.1. ART. 5°, § 1°, INCISOS I A IV - OS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO *28*

4.1.2. ART. 5º, INCISO VII - O CARÁTER EXEMPLIFICATIVO DA LISTA DE INSTRUMENTOS *39*

4.1.3. ART. 5º, § 2º - A DISTINÇÃO ENTRE INVESTIDOR E SÓCIO *40*

4.1.4. ART. 5°, § 3 - A RELEVÂNCIA DA CONTABILIDADE E DA TRANSPARÊNCIA . *40*

4.2. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 6°: A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO 41

4.3. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 8°: GARANTIAS E LIMITES À RESPONSABILIDADE DO INVESTIDOR 41

4.4. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE O CAPÍTULO 42

5. ENTRE A PROTEÇÃO E O RISCO: CONTRATOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS À LUZ DO MLSEI 43

5.1. A POSSIBILIDADE DE RESPONSABILIZAÇÃO DECORRENTE DE CONFIGURAÇÃO DE SOCIEDADE DE FATO 44

5.1.1. O RISCO ASSOCIADO À AUTONOMIA PRIVADA NOS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS *47*

5.2. TENSÕES PERSISTENTES NO AMBIENTE DE INVESTIMENTO EM STARTUPS 52

6. CONCLUSÃO 55

REFERÊNCIAS 57

1. INTRODUÇÃO

Há algumas décadas, o aparelho jurídico brasileiro, assim como o de muitos outros países ao redor do mundo, vem buscando, de forma contínua, se adaptar e se transformar no campo do direito societário, a fim de atender às múltiplas necessidades do mercado. Diante de um cenário de constante inovação e desenvolvimento econômico, o Estado, tendo o dever constitucional de fomentar a atividade econômica (Art. 174), vem envidando esforços para alinhar-se às exigências de um ambiente cada vez mais dinâmico e competitivo.

Nesse contexto, as startups assumem um papel central enquanto uma das principais propulsoras desse movimento. Reconhecidas por sua flexibilidade, escalabilidade e capacidade de inovar, as startups têm se consolidado como protagonistas na transformação da economia, tanto nacional quanto internacional. De acordo com dados da Associação Brasileira de Startups (ABSTARTUPS, 2024), entre 2011 e 2021, o volume de investimentos de venture capital[1] no país saltou de US$ 0,1 bilhão para US$ 9,4 bilhões, um aumento de 64 vezes, equivalente a uma taxa de crescimento anual composta de cerca de 52%, e respondeu por aproximadamente 60% de todo o financiamento destinado a startups na região da América Latina.

Esse modelo de negócio, embora promissor, apresenta uma série de peculiaridades jurídicas e desafios regulatórios, o que exige uma abordagem diferenciada no tratamento legal que considere as especificidades do setor. Para garantir isso, torna-se fundamental adotar uma abordagem que preserve a natureza dinâmica e inovadora das startups, evitando uma legislação que as engesse e, ao contrário, busque suprir lacunas regulatórias que, se ignoradas, podem dificultar seu crescimento no Brasil.

---

[1] É o tipo de investimento de risco no qual investidores (geralmente fundos especializados) aportam recursos financeiros em empresas emergentes e inovadoras, com alto potencial de crescimento, em troca de participação societária, visando retorno significativo no longo prazo (GOMPERS e LERNER, 2001. p 145)

Dentre as mudanças demandadas pelo avanço acelerado desse ambiente empreendedor, a Lei Complementar nº 182 de 2021, conhecida como o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (“MLSEI” ou “Marco Legal”) destaca-se como uma tentativa sólida de modernizar a legislação brasileira, visando não apenas simplificar a burocracia e reduzir os custos de conformidade para as empresas inovadoras, mas também proporcionar maior segurança jurídica tanto para empreendedores quanto para investidores. Longe de representar um aumento da intervenção estatal, a lei propõe justamente a redução da burocracia, da morosidade e da ineficiência associadas ao aparato público, criando um ambiente de mercado mais livre, seguro e atrativo tanto para empreendedores quanto para investidores privados. Nas palavras de Michiles:

> [...] a legislação aponta no sentido de afastar a atuação estatal, no que poderia ser negativa e trazê-la apenas como instrumento fomentador do mercado de inovação e startups. Em outras palavras, em linhas gerais, o MLSEI deixou o Estado brasileiro mais leve para esse tipo de empreendimento e o utilizou como mecanismo de fomento e incentivo à disrupção (2021, p. 12, citado por Batista; Rodrigues, 2022, p. 621).

De forma geral, o Marco Legal tem como objetivo reduzir os riscos para investidores, garantir maior disponibilidade de capital, desburocratizar processos de abertura e fechamento de empresas e incentivar a competitividade no setor. Além disso, prevê benefícios fiscais, financiamento facilitado e maior acesso a licitações públicas, alinhando o Brasil às melhores práticas internacionais de fomento ao empreendedorismo inovador e, assim, incentivando o surgimento de novos negócios e promovendo um ciclo virtuoso de inovação, tal como disposto na *Exposição de Motivos da Lei* (PLP n.146/2019).

O financiamento e investimento nas startups encontram-se como uns dos principais pilares a serem contemplados pela lei, sendo determinantes para a execução de seu propósito e particularmente relevantes para startups em estágio inicial, que enfrentam dificuldades na captação de recursos devido ao seu alto grau de incerteza e ao tempo necessário para alcançar lucratividade.

Nesse sentido, o MLSEI estabelece duas frentes como estratégias para ampliar o acesso das startups ao capital: (i) as modalidades de investimento previstas em seu Capítulo III, que disciplinam instrumentos jurídicos específicos para aporte de recursos, e (ii) as medidas de fomento à inovação previstas em seu Capítulo IV, que incluem incentivos fiscais, fundos públicos e programas voltados ao desenvolvimento tecnológico. O presente trabalho concentrar-se-á na análise da primeira frente — as modalidades de investimento e financiamento instituídas pelo Capítulo III — examinando os instrumentos introduzidos pela nova legislação.

A partir dessa análise, busca-se compreender de que forma a legislação incentiva o acesso das empresas emergentes a recursos financeiros e apoios estratégicos, examinando as disposições do capítulo para identificar as técnicas legislativas empregadas e os objetivos visados na promoção de maior segurança jurídica ao investidor. Em seguida, a partir da observação da dinâmica e da aplicação prática dos instrumentos de investimento previstos, serão apontadas as tensões ainda existentes quanto aos riscos assumidos pelos investidores. Por fim, será apresentada uma breve conclusão sobre as tensões mapeadas, bem como considerações gerais acerca do Capítulo III do MLSEI.

O trabalho está estruturado em cinco capítulos. Após a introdução, o Capítulo II apresenta as principais características e formas de operação das startups, abordando sua definição, funcionamento e fases de desenvolvimento. O Capítulo III analisa o MLSEI, destacando sua estrutura normativa, os conceitos de “startup” e de “investimento-anjo” e os principais aspectos regulatórios previstos. O Capítulo IV aprofunda-se nos dispositivos do Capítulo III do MLSEI, examinando principalmente os instrumentos de investimento e financiamento contemplados pela legislação, seus propósitos, formas de aplicação, críticas e desafios. O Capítulo V discute os riscos persistentes para o investidor no ambiente de startups, identificando tensões remanescentes, e, por fim, o Capítulo VI apresenta as considerações finais e as conclusões do estudo.

2. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS E *MODUS OPERANDI* DAS STARTUPS

Para inaugurar a análise das disposições e dos impactos jurídicos da Lei Complementar nº 182/2021 no que tange aos instrumentos de investimento disponíveis aos investidores no contexto das startups, faz-se necessário, em primeiro lugar, delimitar as características do ambiente de empreendimento em que tais empresas se inserem, entendido aqui como o ecossistema de startups. Nesse sentido, este capítulo dedica-se a examinar o funcionamento das startups enquanto modelo de negócio, identificando seus principais atores, delineando o cenário contemporâneo desse tipo de empreendimento e ressaltando a relevância da definição conceitual do que se compreende por startup. Tal compreensão revela-se imprescindível para circunscrever o âmbito de aplicação do MLSEI e, por conseguinte, fundamentar a análise subsequente, no capítulo seguinte, das disposições legais que constituem a base deste estudo.

2.1. O QUE É UMA STARTUP?

Ainda que não se possa formular um conceito universal do que é uma startup, uma vez que o termo já se disseminou a ponto de impossibilitar a delimitação do seu espectro de aplicação, é importante esclarecer, ao menos de forma geral, que tipo de organização estamos tratando ao utilizarmos essa expressão.

Sob essa perspectiva, coexistem definições de natureza teórica e definições de caráter normativo. Embora, para fins deste trabalho, o conceito adotado seja aquele estabelecido pelo MLSEI, é pertinente, em um primeiro momento, recorrer a noções mais amplas, que não se restrinjam a requisitos formais (como limite de faturamento ou tempo de registro no CNPJ), mas que enfatizem as características inerentes ao seu *modus operandi*[2]. Assim, traz-se neste tópico alguns dos entendimentos doutrinários sobre o conceito de startup.

[2] Refere-se ao método, padrão ou conjunto de procedimentos característicos por meio dos quais uma pessoa, organização ou sistema executa suas atividades (FERREIRA, 2010)

Entre eles, destacam-se as lições de Ries (2017, p. 35), cuja definição alia objetividade e completude: “uma startup é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”. Para o autor, a inovação é o núcleo da existência dessas empresas, independentemente de sua área de atuação. Dessa concepção decorre uma característica central: o risco. Por sua natureza inovadora, o empreendedor de uma startup frequentemente introduz ao mercado algo inédito, sem ter plena previsibilidade quanto à sua aceitação e sem dispor de um modelo consolidado de gestão.

De forma complementar, Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 14-15), apresentam uma definição mais precisa e minuciosa do que constitui uma startup, elencando atributos considerados essenciais para sua caracterização. Entre eles, a startup deve ser uma empresa que (i) encontra-se em estágio inicial, sendo notadamente carente de processos internos e organização; [...] (ii) possui perfil inovador; [...] (iii) possui significativo controle de gastos e custos; [...] (iv) seu serviço ou produto é operacionalizado por meio de um produto mínimo viável; [...] (v) o produto ou ideia explorado é escalável; [...] (vi) apresenta necessidade de capital de terceiros para operação inicial; e [...] (vii) utiliza tecnologia para seu modelo de negócios [...].

Pimenta e Lana (2021, p. 9), por sua vez, acrescentam a noção da relevância que as startups têm na economia e na sociedade, conceituando-as como empreendimentos “focados na solução de problemas em massa, tendo um papel relevante na sociedade. O espírito é jovem e fortemente vinculado à pesquisa, investigação e ousadia. São visionárias, em meio às transformações do mercado e avanço irrefreável da tecnologia”.

Ainda que não seja possível formular um conceito único e universal para esse tipo de empresa, o conjunto dessas definições oferece um panorama abrangente de suas características estruturais e funcionais. Em síntese, pode-se afirmar que startups são organizações concebidas para desenvolver novos produtos ou serviços em contextos de incerteza, tendo a inovação (seja tecnológica, de produto, de serviço, de processo ou de modelo de negócios)

como eixo central de sua atuação. Não obstante, como já indicado, o conceito adotado neste trabalho será aquele estabelecido pelo MLSEI, o qual será examinado no capítulo seguinte.

2.2. MODUS OPERANDI E CICLOS DE INVESTIMENTO

Considerando o papel que as startups desempenham no mercado de forma ampla, é essencial compreender não apenas o que elas são, mas também a maneira como operam. Como visto no item anterior, em sua essência, uma startup nasce a partir de uma ideia inovadora, concebida com potencial de escalabilidade, ou seja, capaz de crescer rapidamente e expandir sua atuação, buscando elevada lucratividade por meio de seu produto ou serviço. Há inúmeros exemplos concretos que ilustram o sucesso que esse modelo de negócio pode alcançar.

Em função dessa relevância, consolidou-se um ecossistema consistente, no qual o ambiente de atuação das startups, situado no campo do empreendedorismo, impulsiona uma rede diversificada de agentes, como fundos de *venture capital*, investidores-anjo, aceleradoras e hubs de inovação (Bain & Company, 2021, p. 6). Observa-se, assim, o fortalecimento de uma cultura empreendedora e de um ambiente de inovação, no qual também se inserem incubadoras, *coworkings*[3] e programas de aceleração (Ramon, 2021, p. 21).

Trata-se, portanto, de um modelo de operação que exige investimentos contínuos e evolução permanente. Por essa razão, para compreender de que forma a Lei nº 182/2021 busca fomentar esse ambiente de empreendedorismo (especialmente por meio das disposições que regulam os investimentos em startups, no Capítulo III) é necessário analisar em quais momentos do seu desenvolvimento essas empresas demandam capital e quais agentes estão

[3] Os assim chamados *coworkings* são espaços físicos compartilhados, cujo objetivo é a otimização de recursos para empreendedores, *startups* e empresas de pequeno porte. (SOARES, 2021, apud RAMON, 2021).

envolvidos em cada etapa. Isso torna indispensável o entendimento dos ciclos de investimento e dos atores que os compõem.

O fator estratégico para a criação e sustentação das startups reside na disponibilidade de fontes adequadas de financiamento para cada estágio de crescimento (Bid; Matos; Radaelli, 2020, p. 9). À medida que variam o tempo, o risco e a fase de captação, surgem diferentes modalidades de investimento.

Nessa linha, o estudo do SMU Investimentos (Cursino, 2019), identifica três fases de investimentos pelas quais passam as *startups* desde a ideia inicial do negócio até a abertura de capital da empresa no mercado financeiro. São elas as fases (1) pré-*seed*, (2) *seed investing* (ou capital semente, em português) e (3) crescimento.

Na fase pré-*seed*, a *startup* encontra-se em um momento de captação de recursos para financiar a oportunidade por ela identificada (a sua ideia, em um termo simplificado), entendida como a fase de estudos de viabilidade do produto ou serviço, a partir do desenvolvimento de um Mínimo Produto Viável (MVP). Nesse momento, ainda não existe faturamento e os investidores são os próprios empreendedores do negócio, as incubadoras e as aceleradoras (Cursino, 2019).

As incubadoras podem ser entendidas como organizações que fornecem apoio a startups e empreendedores nas fases iniciais de criação e desenvolvimento de seus negócios. Ela oferece espaço físico, serviços compartilhados, orientação em gestão, apoio jurídico e financeiro, infraestrutura mínima e, muitas vezes, acesso a redes de contatos e investidores (SEBRAE, 2022). As aceleradoras, por sua vez, são empresas ou programas de empresas que, com a contrapartida de uma porcentagem de participação no negócio, investem na orientação de empreendedores por meio de treinamentos, mentorias, *networking* e outros serviços, facilitando, assim, o acesso das *startups* a programas de financiamento (Ramon, 2021, p. 24).

Após a fase pré-*seed,* passa-se a etapa de captação de investimentos *seed investing* (capital semente). Com os investimentos captados nesse estágio, a empresa visa arcar com os custos de suas despesas iniciais, como o desenvolvimento do produto ou serviço, a aplicação de pesquisas de mercado,

contratações estratégicas e ajustes finais do plano de negócio. Além disso, os recursos também são usados para garantir que a empresa se mantenha estável até que atinja a auto sustentação (Cursino, 2019). Aqui, destacam-se os investimentos realizados por Micro Ventures (investidores que atuam em fundos ou veículos próprios de investimentos, e "injetam" capital em *startups em troca de participação na empresa)*, investidores-anjo (investidores que costumam ser conhecidos por contribuir com recursos financeiros e agregar valor de outras formas, especialmente transmitindo o *know how* sobre o negócio e rede de contatos relevante) e *crowdfundings* de investimento (financiamento coletivo).

Concluída a fase de *seed investing,* passa-se ao terceiro estágio, em que a *startup* já se encontra consolidada no mercado e começa a atrair a atenção de fundos de investimentos, que usualmente oferecem valores significativos de investimento, em troca de percentuais de participação na empresa, entendida como a fase de crescimento (Cursino, 2019).

Essa fase envolve algumas "rodadas de investimento", em que as principais modalidades de investimento são provenientes de fundos de *Venture Capital* e *crowdfundings* de investimento, podendo, na última rodada de investimento enquanto é ainda considerada startup, a empresa receber investimento não somente de venture capital mas de braços de investimentos de grandes bancos e capital de *private equity*, que funciona de maneira semelhante aos fundos de *venture capital*, contudo, realizam investimentos financeiros superiores (razão pela qual geralmente demandam maior participação na tomada de decisões da *startup*) (Pimenta; Lana, 2020, p. 35).

Concluída a terceira fase, a empresa deixa gradualmente de ser caracterizada como uma startup, passando a apresentar um perfil mais maduro, com estrutura organizacional consolidada e estabilidade no faturamento, distanciando-se das características típicas de um empreendimento recente. Por isso, inclusive, alguns autores entendem que a startup pode ser concebida mais como um estado de desenvolvimento do que um tipo de empresa propriamente dito (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2016, p. 10).

Percebe-se, assim, que o ecossistema de investimentos em startups configura-se como um arranjo complexo e multifacetado, composto por diferentes agentes capazes de aportar não apenas recursos financeiros, mas também estrutura operacional e capacitação técnica. Para que esse ambiente se desenvolva de forma consistente, é imprescindível que as políticas de fomento adotem diretrizes capazes de reduzir barreiras e otimizar o acesso às oportunidades de financiamento, estruturando mecanismos aptos a articular, de maneira coordenada, as diversas fontes de inovação disponíveis.

É precisamente nesse contexto que se insere o MLSEI, cujo exame será realizado no capítulo subsequente. Tal disciplina normativa busca suprir lacunas regulatórias e incentivar fluxos de investimento, com especial atenção à figura do investidor-anjo, agente de destaque na fase de *seed investing* e foco central das disposições previstas no Capítulo III da Lei nº 182/2021.

3. O MARCO LEGAL DAS STARTUPS E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR (MLSEI)

Conforme mencionado no capítulo introdutório, à medida que as startups passaram a ocupar um papel cada vez mais relevante no cenário econômico brasileiro, tornou-se necessária a adaptação do ordenamento jurídico para contemplar as peculiaridades desse modelo de negócio e criar mecanismos capazes de incentivá-lo. Nesse contexto, o MLSEI foi instituído com um conjunto de disposições voltadas a atender esse propósito e suprir lacunas normativas relacionadas à atividade das startups. Assim, a seguir, serão expostos, de forma sintética, seus principais objetivos, o processo legislativo que culminou na promulgação da lei e sua estrutura geral. Na sequência, serão analisados dois conceitos fundamentais para o aprofundamento do objeto deste estudo: o conceito de *startup* e o de investidor-anjo, ambos definidos pela referida lei.

3.1. OBJETIVOS E ESTRUTURA DA LEI

O *Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador* surgiu em um contexto de intensos debates sobre as adaptações necessárias na legislação e no mercado para promover o crescimento das startups e permitir o impulsionamento da economia do país. O objetivo era criar uma legislação federal que abrangesse as principais regulamentações e protegesse os interesses das startups brasileiras e de seus empreendedores. A Lei Complementar n° 182/2021, que sancionou o Marco Legal, foi publicada no Diário Oficial em junho de 2021, mas sua criação envolveu diversas propostas legislativas que foram debatidas e reformuladas ao longo do tempo.

Em meados de 2017, líderes do setor começaram a discutir a necessidade de uma regulamentação mais robusta para o mercado empreendedor brasileiro, formando-se em 2018 um grupo composto pelos Ministérios da Economia e da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (MCTIC), além de representantes do ecossistema, para elaborar uma versão preliminar do projeto de lei. No ano seguinte, uma consulta pública foi aberta para que os stakeholders do setor contribuíssem com sugestões, e o Deputado Federal João Henrique

Caldas (PSB/AL) apresentou o PLP 146/2019, que visava regulamentar as startups no país (ABSTARTUPS, 2021, p. 5).

Em 2020, após uma série de discussões e a formação de uma comissão especial, a proposta legislativa foi registrada como PLP 249/2020, unificando o documento original com o PL 146/2019. Ao final de 2020, a Câmara dos Deputados aprovou o texto base do Marco Legal das Startups, consolidando as duas propostas. Finalmente, em 2021, o projeto com as emendas do Senado foi devolvido à Câmara e, após ser sancionado, foi publicado em junho como a Lei Complementar n° 182/2021 – o Marco Legal das Startups (ABSTARTUPS, 2021, p. 6).

O MLSEI é estruturado em oito capítulos, que abordam: 1) Definições; 2) Princípios e Diretrizes Fundamentais; 3) Enquadramento de Empresas Startups; 4) Instrumentos de Investimento em Inovação; 5) Fomento à Pesquisa, ao Desenvolvimento e à Inovação; 6) Programas de Ambiente Regulatório Experimental; 7) Contratação de Soluções Inovadoras pelo Estado; e, por fim, 8) Disposições Finais.

Entre suas contribuições mais relevantes, o Marco Legal promove a simplificação das regras aplicáveis às sociedades anônimas (S.A.), facilita a aquisição de soluções inovadoras desenvolvidas por startups pelo poder público e estabelece diretrizes que reconhecem o papel estratégico dessas empresas no desenvolvimento econômico nacional, criando incentivos voltados ao seu crescimento. Conforme já mencionado, o MLSEI também define, em termos jurídicos, o que se entende por *startup* e disciplina a figura do investidor-anjo. Assim, a seguir, esses dois conceitos serão examinados à luz das disposições previstas na referida lei.

3.2. O CONCEITO DE STARTUP DE ACORDO COM O MLSEI

Como mencionado no Capítulo II do presente trabalho, o conceito de *startup* pode assumir tanto dimensões teóricas quanto normativas, sendo imprescindível delimitá-lo para analisar sua dinâmica e sua aplicabilidade ao ordenamento jurídico. Para definir com precisão quais empresas podem ser

enquadradas nessa categoria, é necessário compreender os limites da classificação estabelecida em lei, uma vez que, ao examinar os instrumentos de investimento sob a ótica jurídica, torna-se essencial delimitar o campo de incidência normativa e estabelecer o seu alcance. Para os fins desta pesquisa, portanto, destaca-se o conceito adotado pelo MLSEI.

A experiência comparada demonstra que diferentes ordenamentos jurídicos recorrem a critérios variados, que podem envolver o faturamento da empresa, o tempo de operação, a finalidade do negócio, o número de empregados, o valor dos ativos, entre outros elementos. A título de exemplo, a legislação italiana estabelece que, para ser considerada uma startup inovadora, a empresa deve ter no máximo cinco anos de constituição, sede em território italiano, não distribuir lucros, possuir faturamento anual inferior a cinco milhões de euros e comercializar produtos ou serviços de elevado valor tecnológico, entre outros requisitos. Já a lei da Letônia adota critérios distintos: a startup deve ter até cinco anos de existência, faturamento inferior a 200 mil euros nos dois primeiros anos, destinar ao menos 50% de suas despesas a atividades de pesquisa e desenvolvimento e contar com, no mínimo, 70% de colaboradores com titulação de mestrado ou doutorado (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2016, p. 328).

Em contraste, o legislador brasileiro optou por critérios mais objetivos e simplificados. A Lei Complementar nº 182/2021 afastou a autodeclaração e adotou parâmetros claros para o enquadramento das startups. A minuta do anteprojeto (PLP nº 146/2019) já havia apresentado uma abordagem mais detalhada, ao reconhecer as startups como negócios de elevado potencial econômico que enfrentam falhas de mercado e limitações das políticas públicas, além de enfatizar aspectos como a digitalização de processos, a vocação para a internacionalização, a geração de empregos e o impacto positivo em termos de sustentabilidade.

Olhando especificamente para a legislação instituída pelo Marco Legal, entretanto, são estabelecidos critérios legais objetivos para enquadramento de startups, os quais estão expostos em seu Art. 4°. Através do referido dispositivo, a Lei Complementar n° 182/2021 considera como startups organizações

empresariais e societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação seja caracterizada pela inovação aplicada ao modelo de negócios, aos produtos ou aos serviços oferecidos. Quanto à forma de organização, o legislador brasileiro admite como suscetível ao enquadramento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples, desde que a sua atuação se caracterize pela inovação aplicada a negócios, produtos ou serviços ofertados ao mercado, e que:

a) aufiram receita bruta de até R$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

b) tenham até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e

c) atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo: declaração em seu ato constitutivo ou alterador a utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2o da Lei no 10.973, de 2 de dezembro de 2004, ou, enquadramento no regime especial do Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006.

Ao estabelecer um período máximo de inscrição no CNPJ, a lei leva em conta a complexidade dos processos de fusões e aquisições, evitando que as regras sejam manipuladas. Em seu § 2°, o Art. 4º trata de forma específica os casos que podem comprometer a contagem do prazo e, considerando a inscrição

das empresas envolvidas em cisão, fusão ou incorporação.

Como pontuado por Batista e Rodrigues (2022, p. 624), “nos casos de cisão, havendo a criação de uma nova sociedade, o prazo é contato a partir da inscrição da empresa cindida; havendo transferência do patrimônio, o prazo é contato a partir da inscrição da empresa que absorveu o patrimônio. Nos casos de fusão o prazo será contado a partir da inscrição da sociedade fundida mais antiga. E, nos casos de incorporação, é considerado o tempo de inscrição da empresa incorporadora”. Essas regras visam evitar que empresas consolidadas se beneficiem das disposições do Marco Legal, prevenindo possíveis fraudes e assegurando que ele seja voltado para empresas jovens.

É relevante destacar, no entanto, que a Lei do Inova Simples (regime jurídico simplificado criado para facilitar a formalização e o desenvolvimento de startups), adota um critério de autodeclaração, permitindo que qualquer empresa se defina como startup, enquanto o MLSEI estabelece requisitos rígidos e objetivos. Conforme apontado por Batista e Rodrigues:

> Nesse diapasão, tem-se um possível embaraço, pois, duas legislações distintas conceituam as startups de maneira diferente, fazendo com que a aplicação da norma ao caso concreto possa ser dificultada. Levando em consideração que a LC 182/2021 possui pouco tempo de vigência, torna-se necessário observar a aplicação da lei no intuito de identificar possíveis problemas causados pela diferença de conceituação. (2022, p. 626)

Em outras palavras, é necessário avaliar se as diferenças entre as disposições legais podem gerar insegurança jurídica e dificultar a aplicação prática da norma, sobretudo nos campos do direito processual, tributário e contratual. Nesse sentido, compreender qual conceito de *startup* é efetivamente adotado revela-se fundamental para prevenir conflitos normativos e assegurar maior clareza na regulação desses empreendimentos. Não obstante, a análise aqui proposta tomará como parâmetro os critérios objetivos estabelecidos pelo MLSEI.

3.3. O CONCEITO DE INVESTIDOR-ANJO DE ACORDO COM O MLSEI

Como exposto no item 2.2, o investidor-anjo figura entre os atores mais relevantes no financiamento de startups, especialmente em razão de sua presença na fase de seed investing das empresas. Embora possam existir interpretações distintas acerca das características que definem, na prática, o investimento-anjo, trata-se de um agente amplamente reconhecido e frequentemente debatido no contexto do ecossistema de empreendedorismo inovador.

Pode-se entender que investidor-anjo é a denominação utilizada para definir a pessoa natural que realiza investimento em *startup* (Mayfield, 2016, p. 14, citado por Filho, 2019, p. 12), diretamente ou por meio de veículo de investimento. Esses indivíduos têm, em geral, alguma experiência em gestão de negócios ou no segmento específico de atuação da sociedade a ser investida. São indivíduos dotados de relevante valor líquido, ou seja, com capacidade relevante de investimento, e que empregam parcela do seu patrimônio em empresas que apresentam elevado grau de risco e elevado potencial de retorno (Wong, 2009, p. 221, citado por Filho, 2019, p. 13).

A ideia de investidor anjo atualmente também pode envolver a ideia de empresários e grandes *players* do mercado financeiro e econômico que podem colaborar com o desenvolvimento de uma empresa, fornecendo não somente os recursos financeiros, como também o capital intelectual, ou seja, o know-how de atuação necessário para destaque no mercado competitivo. A soma de ambos os capitais é comumente referida como “smart-money” (Batista; Rodrigues, 2022, p. 639).

Outra definição é a que consta no sítio eletrônico da Anjos do Brasil, uma entidade sem fins lucrativos que tem como objetivo o fomento desta modalidade de investimento:

> O Investimento-Anjo é o investimento efetuado por pessoas físicas com seu capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (as startups) apresentando as seguintes características:

1. É efetuado por profissionais (empresários, executivos e profissionais liberais) experientes, que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos além dos recursos financeiros, por isto é conhecido como smart-money.

2. Tem normalmente uma participação minoritária no negócio.

3. Não tem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como um mentor/conselheiro.

A Lei Complementar nº 182 reconhece a relevância e a presença marcante do investidor-anjo no ecossistema das startups, motivo pelo qual apresenta uma definição específica dessa figura, em contraste com outras modalidades de investimento comuns às fases de desenvolvimento das empresas. Nesse cenário, chama a atenção o fato de o MLSEI adotar um conceito ainda mais amplo e genérico do que o estabelecido pela própria Lei Complementar nº 155/2016 (conhecida como Lei do Investidor-Anjo), a qual será examinada em maior detalhe adiante, no dispositivo do Capítulo III em que é mencionada. A definição trazida pelo MLSEI aproxima-se do entendimento consolidado pelo mercado quanto ao papel do investidor-anjo, embora o faça de maneira bastante extensiva (Batista; Rodrigues, 2022, p. 640).

De acordo com o texto legal, é considerado investidor-anjo aquele que não se enquadra como sócio, não exerce função de gestão ou de voto na administração da empresa e não responde por suas obrigações, recebendo, contudo, remuneração pelos aportes realizados (art. 2º, LC 182/2021). Trata-se, portanto, de um conceito deliberadamente genérico, cuja intenção aparente é facilitar a atuação das empresas e ampliar o acesso a esse tipo de investimento.

4. ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES CAPÍTULO III DO MLSEI: DOS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM INOVAÇÃO

O Capítulo III do Marco Legal das Startups disciplina os instrumentos de investimento em inovação, configurando-se como elemento central para a compreensão das estratégias jurídicas voltadas ao desenvolvimento desse modelo de negócio, conforme delineado nos capítulos anteriores. Tal capítulo reúne as disposições dos artigos 5º, 6º e 8º (ressalvado que o Art. 7º foi vetado) e estabelece parâmetros normativos cuja análise permite não apenas compreender seu conteúdo, mas também inferir a intencionalidade do legislador ao estruturá-los dessa forma, em consonância com o objetivo de fomentar o ambiente de investimentos.

No presente trabalho, o foco recai sobre os instrumentos de investimento previstos no Art. 5º, cuja centralidade para o ecossistema justifica uma análise mais aprofundada. A partir dele, será possível compreender os mecanismos centrais previstos pelo legislador para fomentar o ambiente de inovação. Em seguida, serão examinados os artigos 6º e 8º, que, embora secundários em relação ao Art. 5º, desempenham função complementar indispensável: reforçam os conceitos já estabelecidos e ampliam o escopo de proteção tanto dos investidores quanto dos sócios, conferindo maior clareza normativa e adaptabilidade às múltiplas formas de estruturação contratual que caracterizam o ecossistema de startups.

Nesse percurso analítico, considera-se fundamental não apenas identificar os instrumentos previstos, mas também compreender seu funcionamento prático, de modo a avaliar em que medida a redação do Capítulo III contribui efetivamente para a consolidação de um ambiente jurídico seguro e estimulante ao investimento em inovação.

4.1. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 5°: INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE APORTE DE CAPITAL EM STARTUPS

O Art. 5º do Marco Legal estabelece que os aportes de capital realizados por pessoas físicas ou jurídicas não implicam, necessariamente, ingresso imediato no quadro societário da empresa. Ao mesmo tempo em que reforça a proteção ao investidor, assegurando que este não seja equiparado a sócio nem responsabilizado por dívidas da sociedade, o dispositivo enumera os principais instrumentos jurídicos de aporte que não resultam na integração ao capital social.

4.1.1. ART. 5°, § 1°, INCISOS I A IV - OS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

A redação do § 1° do Art. 5° evidencia a chamada “blindagem do investidor” (Michiles, 2021), ao deixar claro que o aporte dos instrumentos a serem listados não serão considerados como integrante do capital social da empresa. Entre os instrumentos de investimento previstos no Art. 5°, encontram-se os contratos de opção de subscrição e de compra de ações ou quotas, as debêntures conversíveis, os contratos de mútuo conversível em participação, a sociedade em conta de participação e os contratos de investimento-anjo.

Cabe observar que todos os instrumentos listados já encontram previsão no ordenamento jurídico brasileiro, ainda que dispersa e não voltada especificamente às startups. Assim, percebe-se que a intenção principal do legislador não foi a criação de novas modalidades de investimento, mas, sobretudo, a consolidação e o reforço de entendimentos já existentes, a fim de conferir maior segurança jurídica ao ecossistema de inovação e explicitar as situações em que o investidor não integra o capital social da empresa.

A opção de reiterar regras já conhecidas decorre, possivelmente, de interpretações divergentes ou equivocadas que vinham ocorrendo na prática, gerando insegurança e litígios. Nessa linha, a listagem dos instrumentos no Art. 5º assume caráter eminentemente instrumental, servindo para delimitar, de modo mais preciso, os contornos jurídicos da atuação do investidor.

Por fim, nota-se que os mecanismos elencados são amplamente utilizados pelas startups em suas interações com investidores, ainda que em graus distintos de frequência e aplicabilidade. Cada instrumento possui especificidades que podem se adequar melhor a determinadas necessidades empresariais, razão pela qual o legislador optou por incluir todos eles no texto legal. Tendo isso em vista, é de fundamental importância compreender as características de cada modalidade e sua forma de funcionamento, de modo a avaliar sua contribuição para a construção de um ambiente normativo mais seguro e favorável à inovação.

4.1.1.1. CONTRATO DE OPÇÃO DE SUBSCRIÇÃO E DE COMPRA DE AÇÕES OU QUOTAS

Os contratos de opção de subscrição e de compra de ações ou quotas, previstos nos incisos I e II do §1º do Art. 5º do MLSEI, configuram-se como as primeiras modalidades de aporte de capital não consideradas integrantes do capital social da empresa. No caso da opção de subscrição, não há ingresso automático do investidor no quadro societário, pois se trata apenas de uma expectativa de direito, e não de efetiva subscrição. De maneira semelhante, a opção de compra não se traduz em participação imediata no capital social, mas sim em uma faculdade contratual que possibilita ao investidor adquirir quotas ou ações em momento futuro, não garantindo ou presumindo a efetivação dessa compra.

A opção de compra ou subscrição de participação societária, também conhecida como stock option constitui um instrumento contratual que confere ao investidor, mediante contraprestação, o direito de adquirir quotas ou ações de determinada sociedade. As condições e os termos que regulam esse direito são livremente estabelecidos entre o investidor e os sócios da empresa. No ambiente das startups, o exercício desse direito costuma estar condicionado à ocorrência de hipóteses objetivas, tais como a realização de nova rodada de investimento, uma operação societária específica, um evento de liquidez ou, ainda, o simples decurso de determinado prazo (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2016, p. 85).

Apesar de mencionadas em dispositivos como a Lei nº 4.728/1965 e a Lei nº 6.404/1976, tais opções não contam com disciplina legal específica.

Relativamente a esse tipo de contrato, apenas a Instrução nº 223 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabelece requisitos aplicáveis às companhias abertas, como a necessidade de previsão estatutária de capital autorizado, aprovação do plano de outorga pela assembleia geral e a destinação restrita das opções a administradores, empregados ou prestadores de serviço da sociedade.

Essas modalidades de investimento desempenham um papel importante no contexto do MLSEI, tanto para investidores quanto para empresários. Através desses contratos, as startups podem oferecer a seus colaboradores estratégicos, como altos executivos e profissionais especializados, a oportunidade de adquirir ações ou quotas da empresa no futuro a um preço previamente acordado. Esse benefício tem o objetivo de atrair e reter players específicos do mercado, proporcionando uma forma de participação na empresa.

Quanto ao tipo de investidor que utiliza tal modalidade, de acordo com Filho (2019, p. 33), é mais comum entre as aceleradoras, fato que podemos atribuir a (i) facilidade de sua implementação e de seu gerenciamento do ponto de vista operacional e contábil, o que reduz o custo de transação; e (ii) características do aporte realizado pela aceleradora, que em geral contribui mais com ativos intangíveis e estrutura do que com recursos financeiros. Ou seja, alia simplicidade operacional à possibilidade de formalizar aportes predominantemente não financeiros, alinhando os interesses da aceleradora e da startup.

Vale destacar que, embora seja evidente que uma opção representa apenas uma possibilidade futura e não um fato consumado, a inclusão desse instrumento de investimento na lei decorre provavelmente de interpretações equivocadas ou aplicações indevidas no ordenamento jurídico brasileiro. Dessa forma, o dispositivo tem o propósito de reforçar o entendimento de que investidores que utilizam essa modalidade não adquirem automaticamente a posição de sócio na startup. Assim, aqui vemos, de forma clara, uma tentativa de garantir proteção ao investidor através do afastamento da possibilidade de se responsabilizar enquanto não estiver na posição de sócio.

4.1.1.2. DEBÊNTURE CONVERSÍVEL

O inciso III do § 1º do Art. 5º do MLSEI trata das debêntures conversíveis em participação societária. As debêntures, em termos gerais, constituem valores mobiliários que representam uma dívida contraída pela companhia emissora. A particularidade da modalidade conversível consiste na possibilidade de transformar o crédito em participação societária, conforme as condições estabelecidas na escritura de emissão.

Nesse sentido, Santa Cruz (2021, p. 496, citado por Batista; Rodrigues, 2022, p. 635) define a debênture como "um tipo de valor mobiliário emitido por sociedades anônimas, que concede ao seu titular um direito de crédito certo contra a companhia, conforme estipulado na escritura de emissão ou no certificado". O atributo da conversibilidade, portanto, agrega caráter estratégico a esse instrumento: em vez de simplesmente receber de volta o montante investido acrescido de juros, o debenturista pode optar pela conversão de seu crédito em ações, tornando-se acionista.

Incorporadas em nosso ordenamento pela Lei do Mercado de Capitais (Lei n° 4728/1965), valem-se do regime das debêntures para prover segurança jurídica ao financiador da sociedade, sendo reguladas também pela Lei nº 6.404/1976 em seus Arts. 52 a 74. Assim, as debêntures conversíveis em ações são espécie da categoria debêntures, e não uma *fattispecie*[4] autônoma. O regime jurídico das debêntures conversíveis em ações, dessa forma, subordina-se ao regime das debêntures em geral (Deos, 2023, p. 271).

Além das características inerentes aos títulos debenturísticos, as debêntures conversíveis congregam regras e exceções próprias ao regime do aumento de capital, dentre as quais o afastamento do direito de preferência no momento da conversão, aptas a preservar a expectativa do titular de se tornar acionista da companhia (Deos, 2023, p. 15). Ainda, pode-se dizer que as

[4] corresponde ao que, em direito, denominamos "suporte fático" ou "situação-tipo prefigurada na norma jurídica". Trata-se do conjunto de condições fáticas abstratas descritas na norma, que, uma vez verificadas no caso concreto, permitem a aplicação daquela norma e a produção dos efeitos jurídicos previstos (LONGI e NOGUEIRA, 2010)

debêntures conversíveis em ações permitem à sociedade emissora configurar as características do financiamento com ampla flexibilidade, conjugando os aspectos de dívida e capital que lhe são próprios.

Mesmo sendo a conversibilidade ordinariamente uma opção atribuída ao debenturista, não se exclui a possibilidade de a escritura de emissão regular a conversão em termos distintos, amparada na autonomia da vontade. Logo, a conversão pode ser prerrogativa da companhia emissora ou ser até mesmo obrigatória, independentemente da vontade de qualquer das partes. Nada impede, também, que a escritura de emissão vincule a decisão de conversão, normalmente um direito subjetivo do titular, à deliberação adotada pela comunhão de debenturistas (Deos, 2023, p. 272).

Observa-se, portanto, que o MLSEI, ao prever expressamente a debênture conversível como modalidade de aporte não integrante do capital social, reforça a lógica de proteção ao investidor. Enquanto não efetivada a conversão, o investidor é tratado juridicamente como credor da sociedade, e não como sócio. Trata-se, aqui, de uma tentativa de conferir segurança jurídica e delimitar de forma inequívoca o regime aplicável. Importa destacar, ainda, que esse instrumento se aplica exclusivamente às sociedades anônimas, como deixa claro o próprio texto legal ao referir-se à “debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404/1976”.

4.1.1.3. CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL

O contrato de mútuo conversível em participação societária, previsto no inciso IV do Art. 5°, é uma modalidade de instrumento de dívida que pode ser convertido em participação no capital social da empresa, aplicável a diversas formas societárias, como as sociedades limitadas.

Como visto também no caso das debêntures, ao utilizar títulos de dívida conversíveis, o investidor é classificado como credor e tem prioridade no recebimento de valores em caso de liquidação ou falência da startup. A conversão desses títulos em participação societária, via de regra, fica a critério

do investidor, que pode optar por não converter o valor mutuado, obrigando a startup a restituí-lo com acréscimo de juros. Tem-se, portanto, que, o objetivo desse instrumento é, assim como nas debêntures, permitir investimentos de terceiros nas empresas, com a possibilidade de conversão desses aportes em participação societária no futuro.

Atualmente no Brasil o modelo contratual mais usual é o mútuo conversível em participação societária, do ponto de vista da figura do investidor anjo. No contrato de mútuo conversível, o investidor, na qualidade de mutuante, concede um empréstimo em dinheiro à sociedade mutuária. Esta, por sua vez, assume a obrigação de restituir o valor recebido ou, alternativamente, convertê-lo em participação societária, observados o prazo e as condições previamente estipulados no contrato. De acordo com o relatório do Laboratório de Empresas Nascentes de Tecnologia da FGV sobre negócios de impacto social:

> O mútuo conversível não é uma simples cláusula de opção de conversibilidade, mas sim um contrato híbrido e complexo. Híbrido, porque se caracteriza como um contrato de “dívida” que tem por principal objetivo a realização de um investimento. Complexo, pois se dá por meio do estabelecimento de uma série de previsões, como metas e regulação das rodadas de investimento, que determinarão como a relação entre as partes se desenvolverá ao longo da vigência do contrato (2014, citado por Filho, 2019, p. 34).

Assim, na linha da referida complexidade, o mútuo conversível não se reduz a um contrato de mútuo acrescido da possibilidade de conversão em participação societária. Ele se distingue do mútuo típico por, além de envolver o fator da convertibilidade, incorporar cláusulas adicionais frequentemente presentes nesse tipo de instrumento, tais como: a exigência de transformação da startup em sociedade por ações; a atribuição de voto afirmativo ao investidor em determinadas deliberações; a previsão de regras aplicáveis a rodadas subsequentes de investimento; e, sobretudo, a possibilidade de conversão da dívida em participação societária nas hipóteses previamente estabelecidas no contrato (Filho, 2019, p. 35).

Os contratos de mútuo conversível costumam ser mais utilizados do que os contratos de opção de compra e subscrição de ações ou quotas, que também são aplicáveis a tipos societários além das S.A. A diferença central entre os dois modelos contratuais examinados consiste no fato de que a opção de compra não confere ao investidor-anjo um direito de crédito em face da sociedade no caso de insucesso do empreendimento. Nessas circunstâncias, restaria ao investidor apenas a escolha entre exercer ou não o direito de compra. Assim, em caso de fracasso da empresa, a alternativa viável ao investidor-anjo é simplesmente não exercer a opção, o que implica a perda integral do montante investido, sem possibilidade de cobrança contra a sociedade. Alternativamente, o contrato de mútuo conversível configura justamente essa posição de credor enquanto não convertido o investimento em participação societária (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2016, p. 132).

Outra diferença relevante é que, no contrato de mútuo conversível, o aporte é realizado antes do ingresso do investidor-anjo na sociedade, podendo ocorrer de forma única ou parcelada. Esse valor servirá de base para calcular a participação societária no momento da conversão. Já na opção de compra ou subscrição, em tese, o investidor paga inicialmente apenas uma quantia menor, correspondente ao direito de compra, comprometendo o valor integral apenas quando decidir exercer a opção. Contudo, no modelo adaptado para o investimento-anjo, os recursos são disponibilizados já na aquisição da opção, ficando o exercício condicionado ao pagamento de um valor simbólico (Filho, 2019, p. 36).

Observadas as suas principais características, percebe-se que é uma modalidade de investimento muito utilizada na prática, sendo especialmente vantajosa para startups em vista de sua flexibilidade e liberdade contratual, com uma legislação brasileira relativamente permissiva a esse tipo de acordo, em contraposição ao o que está disposto para as debêntures conversíveis aplicáveis às S.A. Entretanto, é importante considerar que essa flexibilidade pode também gerar insegurança jurídica, uma vez que as condições contratuais podem ser mais abertas e, em alguns casos, menos protegidas por normas detalhadas, conforme será abordado no Capítulo 5 do presente trabalho.

Sobre a intenção do legislador, mais uma vez, verifica-se a tentativa de trazer proteção jurídica a um instrumento amplamente utilizado no contexto de investimento de startups, de forma a esclarecer que não configura participação no capital social antes do evento de conversão, não podendo o investidor ser responsabilizado por dívidas da sociedade investida.

4.1.1.4. SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO

O instrumento previsto no inciso V do § 1° do Art. 5° é a sociedade em conta de participação (SCP), uma modalidade societária regulamentada pelo Código Civil pelos artigos 991 a 996, e, subsidiariamente, no que com ela for compatível, os artigos 997 a 1.051 do Código Civil, aplicáveis às sociedades simples, é um dos tipos societários previstos em nosso sistema legal, convivendo, em igualdade, com diversos outros tipos societários, a exemplo dos tipos mais usuais como as sociedades limitadas e as sociedades anônimas.

Trata-se de uma sociedade não-personificada, ou seja, sem personalidade jurídica e sem autonomia patrimonial. Essa estrutura é caracterizada pela associação entre duas ou mais pessoas para a realização de uma atividade econômica, na qual uma delas assume publicamente a condução do negócio (o chamado “sócio ostensivo”) enquanto a outra permanece em posição não aparente, atuando como participante e sendo denominado também como “sócio oculto".

Cabe ao sócio ostensivo a administração da atividade, ao passo que o sócio participante limita-se a integrar os resultados, sejam eles positivos ou negativos. O sócio ostensivo é o responsável pela gestão do negócio, pela negociação com parceiros e pela responsabilidade perante terceiros. Já o sócio participante é considerado um investidor: sua participação se limita ao aporte de capital e ao recebimento de lucros, sem envolver-se na administração ou assumir responsabilidades perante terceiros. A expressão "sócio oculto" reflete o papel discreto desse investidor nas relações comerciais da sociedade.

Essa modalidade é especialmente atraente para investidores, pois o sócio participante não tem responsabilidade com terceiros e não interfere na

administração da empresa, caracterizando-se como um investidor passivo. Embora haja discussões sobre se a sociedade em conta de participação pode ser classificada como uma sociedade[5], pode-se observar que ela é amplamente vista como um contrato de investimento, com a distinção clara entre os papéis de sócio ostensivo e sócio participante, podendo ser muito vantajosa para investidores que desejam aportar capital na empresa em troca de participação nos lucros, sem se envolver diretamente no controle ou nas operações da startup.

Entretanto, como observam Batista e Rodrigues (2022, p. 639), o Código Civil estabelece de forma clara a distinção entre as obrigações e responsabilidades atribuídas ao sócio participante e ao sócio ostensivo. O parágrafo único do Art. 993 dispõe que o sócio participante não pode intervir nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente pelas obrigações em que tiver atuado, questão que será retomada e examinada com maior profundidade no Capítulo 5 deste trabalho. Nessa perspectiva, a atuação do sócio participante restringe-se ao aporte de capital previamente definido, garantindo-lhe apenas o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais.

No que se refere à intenção do legislador com a elaboração da Lei nº 182/2021, pode-se inferir que, diante da ampla utilização desse tipo de instrumento no ecossistema de startups, a inclusão da sociedade em conta de participação no rol do Art. 5º visou conferir maior segurança jurídica ao sócio participante, aqui compreendido como investidor, assegurando-lhe proteção normativa em um contexto marcado por práticas contratuais inovadoras.

---

[5] A SCP possui uma estrutura bem mais simples que outros tipos societários, não possui personalidade jurídica, além de não ser passível de registro ou publicidade. Por essas características, a SCP traz discordâncias sobre a sua natureza de sociedade entre estudiosos do direito, sendo que parte deles prefere entendê-la como um contrato de investimento ou contrato associativo, mas não uma sociedade (MOARES, 2015, p. 28)

4.1.1.5. CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

O inciso VI do § 1° do Art. 5° do MLSEI trata do contrato de participação como contrato de investimento anjo na forma da Lei nº 123/2006, que institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Nos artigos 61-A e 61-D são estabelecidos critérios objetivos para a caracterização do investidor anjo, considerando a realização de aportes de capital em empresas, com critérios e parâmetros variados que dizem respeito a integração ou não ao capital social, participação na gestão, direitos de voto, responsabilidades sobre dívidas e formas de remuneração, sempre conforme estipulado contratualmente. Além disso, ele possui um horizonte de retorno definido, com prazos e condições específicas para o resgate ou conversão do investimento.

Basicamente, a Lei nº 123/2006 define que investidor anjo pode ser uma pessoa física, jurídica ou até mesmo um fundo de investimento. Esse investidor não é considerado sócio da empresa e não assume responsabilidades pelas dívidas da sociedade, incluindo as decorrentes de recuperação judicial ou desconsideração da personalidade jurídica. Além disso, ele não tem direito à gestão ou voto nas decisões da empresa, sendo remunerado pelos aportes realizados.

Ainda com base na Lei nº 123/2006, ao investidor anjo poderá ser garantido o direito de participar de forma consultiva nas deliberações, conforme estipulado contratualmente. Ele pode exigir dos administradores a entrega de contas justificadas, o inventário anual, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico. Também pode examinar a qualquer momento os livros, documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, salvo se houver uma cláusula contratual que determine um período específico para tais verificações.

Embora a chamada Lei do Investidor-Anjo tenha representado a primeira iniciativa legislativa voltada especificamente à regulação da atuação das startups no Brasil, seus objetivos, enquanto norma, revelaram-se em grande parte frustrados. A Lei Complementar nº 155/2016 (que altera a Lei 123/2006 para instituir o contrato de participação como instrumento jurídico para viabilizar esse

tipo de investimento) não conseguiu atender às demandas do mercado, em razão de sua pouca aderência à realidade do ecossistema de startups e da ausência de um tratamento mais contextualizado (Batista; Rodrigues, 2022, p. 640).

Como exemplo dessa falta de adequação ao mercado específico, nota-se que muitos dos elementos do contrato de participação foram extraídos do contrato de mútuo conversível, observada, pelo menos em parte, a prática do mercado nesse tipo de operação de investimento. Contudo, ao deixar de disciplinar a conversão do aporte em participação societária, um elemento central no modelo de investimento-anjo para muitos casos, o legislador abriu margem para questionamentos sobre sua viabilidade, o que tende a afastar potenciais investidores. Somam-se a isso as diversas restrições e diretrizes impostas ao contrato de participação, que reduziram significativamente a autonomia negocial das partes. Nesse contexto, um modelo de instrumento que antes se mostrava amplamente utilizado no financiamento de startups, muito por conta de seu fator de conversibilidade, ao se transformar nas condições do contrato de participação, acabou por se tornar pouco atrativo e, em muitos casos, inviável do ponto de vista do investidor (Filho, 2019, p. 50).

Outro ponto de discussão relevante em relação a este inciso é sobre a interpretação do que é o investimento anjo. Embora a Lei n° 123/2006 defina o investidor anjo nos moldes do contrato de participação, o conceito de investimento-anjo, como visto anteriormente no item 3.3, não diz respeito a um único tipo de contrato. Pelo contrário, a noção de investimento anjo abrange uma ampla variedade de instrumentos contratuais de aporte de capital. Essa flexibilidade pode não ser imediatamente evidente, uma vez que o § 1º do art. 5º do MLSEI lista o investimento-anjo como uma das modalidades de investimento, o que pode sugerir que se trata de uma categoria isolada. Contudo, é importante frisar que os demais instrumentos listados (entre os incisos I e VI) também podem ser considerados formas de concretizar um investimento-anjo, a depender da figura do investidor que os utiliza. Nesse sentido, como bem pontuado por Batista e Rodrigues:

> (...) ainda que a LCP 182 tenha previsto o contrato de investimento anjo, todas as formas de investimento já ventiladas na pesquisa caracterizam-se por ter como figura principal de financiamento o investidor-anjo, de forma que, o que o MLSEI chama de contrato de investimento-anjo é considerado, na verdade, contrato de participação pela legislação até então existente. Em suma, investimento-anjo é gênero, enquanto as formas de financiamento abarcadas nos incisos I a VII do art. 5°, são espécies (2022, p. 642)

Apesar das críticas dirigidas à Lei Complementar nº 155/2016, é inegável que a previsão de proteção ao patrimônio pessoal do investidor-anjo, assegurando que este não responda por dívidas da sociedade investida, representou um avanço significativo no sentido de ampliar a segurança jurídica das operações. Nesse mesmo espírito, a formulação legislativa do MLSEI também decorre de uma técnica voltada a reforçar a proteção dos investidores que utilizam contratos de participação qualificados como investimento-anjo. O diploma legal torna ainda mais explícito que essa modalidade não implica integração formal ao capital social da empresa, configurando-se, portanto, como alternativa de investimento dotada de maior clareza e respaldo jurídico.

4.1.2. ART. 5º, INCISO VII - O CARÁTER EXEMPLIFICATIVO DA LISTA DE INSTRUMENTOS

O inciso VII do § 1º do Art. 5º garante que não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por “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”. Este inciso tem como principal finalidade assegurar o caráter não exaustivo da lista de instrumentos de investimento apresentada nos incisos anteriores.

Embora tais incisos enumerem as modalidades mais frequentes (como contratos de opção, debêntures conversíveis e mútuos conversíveis), o legislador optou por incluir uma cláusula de abertura, garantindo que outras

formas de aporte de capital que não impliquem, de imediato, ingresso no quadro societário também possam se beneficiar do regime jurídico previsto no Marco Legal. Dessa forma, evita-se uma interpretação excessivamente restritiva da norma, que poderia excluir, sem justificativa, instrumentos atípicos ou em constante evolução, comprometendo a inovação contratual que caracteriza o ambiente das startups. O dispositivo reflete, assim, a preocupação em preservar a flexibilidade jurídica necessária à dinâmica do setor.

4.1.3. ART. 5º, § 2º - A DISTINÇÃO ENTRE INVESTIDOR E SÓCIO

O § 2º do artigo 5º reforça um princípio basilar do Capítulo III: a separação entre a figura do investidor e a do sócio. Segundo sua redação, nos casos em que o instrumento de investimento preveja a possibilidade de conversão em participação societária, a condição de sócio somente se concretiza após a efetiva e formal conversão. Enquanto tal evento não ocorrer, o investidor não se integrará ao capital social nem assumirá as obrigações e responsabilidades inerentes à qualidade de sócio. Essa previsão é especialmente relevante diante da ampla utilização, na prática, de instrumentos conversíveis, como debêntures e mútuos. Ao explicitar o momento de transição da condição de investidor para sócio, a norma busca conferir maior segurança jurídica às partes envolvidas, prevenindo interpretações equivocadas quanto à natureza da relação jurídica vigente.

4.1.4. ART. 5°, § 3 - A RELEVÂNCIA DA CONTABILIDADE E DA TRANSPARÊNCIA

O § 3º do artigo 5º destaca a importância da observância das normas contábeis e fiscais aplicáveis aos instrumentos de investimento mencionados no Capítulo III. Determina-se que tais instrumentos devem ser devidamente registrados pelas startups, em conformidade com as legislações vigentes, de modo a garantir clareza quanto à sua natureza jurídica e aos efeitos decorrentes de sua adoção. A exigência de registro contábil adequado busca evitar problemas legais decorrentes de omissões ou registros imprecisos, além de

facilitar a atuação de auditorias, o monitoramento por parte de investidores e credores, e a tomada de decisões estratégicas pelos gestores (ARTDATA, 2024). Assim, a norma não apenas reforça o dever de transparência das empresas, mas também contribui para o fortalecimento da governança corporativa e para a construção de um ambiente de negócios mais previsível e confiável, essencial para incentivar investimentos de forma geral.

4.2. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 6°: A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

O Art. 6º do MLSEI trata da atuação dos fundos de investimento no financiamento de startups, reconhecendo seu papel relevante na alocação de recursos em empresas inovadoras com alto potencial de crescimento. Os fundos, em especial os de *venture capital*, podem captar recursos de diversos investidores e os aplicar em startups ainda em fase inicial, geralmente de capital fechado.

Nesse contexto, o dispositivo atribui à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a competência para regulamentar os aportes realizados por tais fundos, garantindo segurança jurídica, transparência e padronização das práticas. Como exemplo, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) são disciplinados pela Instrução CVM nº 391, e os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regidos pela Instrução CVM nº 209. Ao atribuir à CVM a regulação desses aportes, o legislador visa assegurar que as operações sejam conduzidas de maneira responsável, reduzindo riscos e aumentando a confiança dos potenciais investidores.

4.3. AS DISPOSIÇÕES DO ART. 8°: GARANTIAS E LIMITES À RESPONSABILIDADE DO INVESTIDOR

Por fim, o Art. 8º consolida as garantias conferidas aos investidores e delimita, de forma clara, a extensão de sua responsabilidade. Trata-se de uma

norma de caráter complementar, que visa afastar dúvidas interpretativas quanto aos efeitos jurídicos da relação entre investidor e empresa investida.

O inciso I estabelece que, salvo disposição contratual em sentido contrário, o investidor não possui direito de voto nem poder de gerência na administração da empresa. Tal previsão preserva o controle decisório nas mãos dos sócios formais, alinhando-se à lógica de proteção do investidor não-sócio. Já o inciso II dispõe que o investidor não responde pelas dívidas da empresa, o que reforça a blindagem patrimonial e limita seu risco ao montante aportado.

O parágrafo único, por sua vez, complementa as considerações dos incisos I e II ao estabelecer que tais proteções não se aplicam nos casos em que houver dolo, fraude ou simulação envolvendo o investidor. Com isso, o dispositivo assegura a integridade do sistema jurídico, prevenindo abusos e resguardando o equilíbrio entre liberdade contratual e responsabilidade legal.

4.4. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE O CAPÍTULO

Com base nas análises dos dispositivos legais do Capítulo III, pode-se dizer que a sua leitura integrada revela, com clareza, a intenção do legislador de criar um ambiente normativo que favoreça a inovação e a atração de investimentos, sem comprometer a segurança jurídica das partes envolvidas. Ao explicitar que determinados instrumentos de aporte não conferem, por si só, condição de sócio ao investidor, a legislação busca resguardar essa figura de riscos societários indevidos, ao mesmo tempo em que preserva a autonomia da startup e a estabilidade das relações contratuais. É nítido que se busca delinear um regime jurídico pautado pela clareza, previsibilidade e coerência interna, reconhecendo as especificidades do ecossistema de startups e os desafios impostos por sua dinâmica própria.

5. ENTRE A PROTEÇÃO E O RISCO: CONTRATOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS À LUZ DO MLSEI

À medida que se expandem as formas de investimento e os arranjos contratuais firmados entre fundadores e investidores, torna-se necessário refletir sobre como essas práticas vêm sendo acolhidas, ou não, pelo ordenamento jurídico, e de que forma elas vêm sendo interpretadas. Nesse contexto, este capítulo parte da análise dos instrumentos previstos nos incisos do Art. 5º do MLSEI, além das disposições dos artigos 6º e 8º, examinados no capítulo anterior, com o objetivo de investigar como tais mecanismos têm se configurado na prática. O foco recai, sobretudo, sobre os riscos de responsabilização que podem decorrer da forma pela qual os contratos de investimento são estruturados e do comportamento do investidor na relação jurídica com os sócios da startup, e sobre como esses fatores afetam a efetividade do MLSEI em seu propósito de fomentar um ambiente juridicamente seguro para o investimento em inovação.

Como visto, a Lei Complementar n° 182/2021 buscou trazer maior segurança jurídica para os investidores de startups ao listar os instrumentos de investimento, indicando que o aporte financeiro não representa integração no capital social e, portanto, fazendo com que os investidores não sejam considerados sócios. Esse é o objetivo geral do Capítulo III do MLSEI, que através das suas disposições busca afastar a possibilidade de responsabilização do investidor para que os riscos sejam minimizados. Retomando, pode-se dizer que, por mais que não se trate de uma lista exaustiva (no sentido de que a lei deixa claro que podem existir outros formatos de investimento na qualidade de investidor anjo, além dos listados no capítulo), todos os instrumentos listados são frequentemente utilizados na contratação de investimentos em startups e, para estes, buscou-se acentuar-se a segurança nas relações entre sócios e investidores a partir do Marco Legal.

Como visto, a Lei Complementar n° 182/2021 buscou ampliar a segurança jurídica dos investidores ao estabelecer que o aporte financeiro, realizado por meio dos instrumentos listados, não representa integração ao capital social, afastando, em regra, a condição de sócio. Ainda que a lei não apresente rol

exaustivo de instrumentos (ao reconhecer a possibilidade de outros arranjos) percebe-se que os contratos elencados no Art. 5º são os mais utilizados na prática e, para eles, buscou-se garantir maior previsibilidade e estabilidade nas relações entre sócios e investidores.

O objetivo deste capítulo, portanto, é verificar se esse intento de proteção jurídica tem sido efetivamente alcançado, identificando os riscos existentes. Ao final, busca-se endereçar conclusões acerca das tensões que emergem do regime de responsabilização, ponderando os ônus e bônus que recaem sobre o investidor e refletindo sobre possíveis caminhos para mitigar ou solucionar tais tensões.

5.1. A POSSIBILIDADE DE RESPONSABILIZAÇÃO DECORRENTE DE CONFIGURAÇÃO DE SOCIEDADE DE FATO

O investimento em startups envolve, por natureza, elevado risco, razão pela qual os investidores procuram mecanismos que lhes garantam maior blindagem jurídica. O aporte de capital é realizado com a expectativa de retorno futuro, mas sem que o investidor assuma as responsabilidades próprias de um sócio. Nesse cenário, compreender os limites de responsabilização é essencial.

A posição jurídica do investidor pode variar conforme a modalidade de contrato utilizada, o tipo de aporte e as condições estipuladas. Em alguns casos, admite-se, por exemplo, o direito de fiscalizar determinadas atividades da empresa. No entanto, não se deve conferir ao investidor poderes de ingerência na gestão ou direitos reservados exclusivamente aos sócios.

Na prática, contudo, a fronteira entre investidor e sócio pode se tornar difusa. Ainda que ausente o *affectio societatis*[6], algumas situações específicas

[6] Trata-se da vontade consciente e recíproca dos sócios de se unir e cooperar para a realização de um objetivo comum de natureza econômica, participando dos resultados (lucros e perdas) decorrentes dessa atividade (COELHO, 2018, p. 134-135)

podem aproximá-lo da posição de sócio. Nesses casos, abre-se espaço para a configuração de uma sociedade de fato, caracterizada não por contrato social formal, mas por comportamento concludente dos envolvidos.

A caracterização da posição de sócio pode ocorrer tanto em razão das disposições do contrato de investimento (caso atribuam ao investidor direitos que são supostamente exclusivos aos sócios, conforme será abordado no item 5.1.1) quanto pela conduta adotada pelo investidor no curso das atividades da startup. Em ambos os casos, seja pela redação contratual, seja pelo comportamento prático, abre-se a possibilidade de reconhecimento de uma sociedade de fato.

A sociedade de fato pode ser definida como aquela que se forma sem a estipulação de um contrato social, mas à base de um comportamento concludente de uma pluralidade de sujeitos (Ferri, 1985, p. 113 a 114, citado por Ramon, 2021, p. 60). Assim, verifica-se que uma sociedade pode se constituir em fato mesmo sem negócio jurídico formal. Olhando para o ordenamento jurídico brasileiro, essas situações são regidas pelas regras da sociedade em comum, tipo societário desprovido de personalidade jurídica.

A sociedade em comum é regulada no Código Civil (Arts. 986 a 990) e é suprida pelas normas aplicáveis às sociedades simples (Art. 986). Nesse sentido, é importante destacar o Art. 987 do Código Civil, que prevê que “os sócios, nas relações entre si ou com terceiros, somente por escrito podem provar a existência da sociedade, mas os terceiros podem prová-la de qualquer modo” (BRASIL, 2002).

Dessa forma, percebe-se que da sociedade de fato podem advir efeitos jurídicos reais, entre eles, inclusive, a possibilidade de responsabilização dos sócios. O contrato social escrito detém, portanto, mera eficácia probatória, e não de existência ou validade da sociedade. Nas palavras de Novaes França, “[...] à falta de prova por escrito, há ineficácia relativa do contrato: os sócios ficam privados de provar a existência da sociedade, mas os terceiros poderão prová-la de qualquer modo” (2013b, p. 43, citado por Ramon, 2021, p. 54).

Diante da possibilidade de configuração de uma sociedade em comum com a participação do investidor, torna-se necessário examinar os limites de sua

responsabilidade na condição de sócio. Nessa hipótese, uma vez reconhecida a sociedade em comum a partir do negócio jurídico firmado entre investidor e sócio ostensivo, aplica-se a disciplina relativa ao patrimônio dessa sociedade não personificada.

Nos termos do Art. 990 do Código Civil, os credores da sociedade em comum podem recorrer não apenas ao patrimônio especial[7] da sociedade (formado pelo conjunto de bens e dívidas sociais pertencentes em comum aos sócios e destinado exclusivamente à atividade social, conforme dispõe o Art. 988), mas também ao patrimônio pessoal dos sócios, que respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais. Além disso, o sócio que contrata em nome da sociedade não usufrui do benefício de ordem previsto no Art. 1.024 do Código Civil, respondendo de forma direta pelas dívidas assumidas.

Cumpre destacar que a cautela em relação às cláusulas contratuais e à conduta das partes deve ser observada tanto no âmbito interno da relação entre investidor e sócio quanto no âmbito externo da relação da sociedade com terceiros. Nesta última hipótese, o cuidado se justifica principalmente pelo risco de que credores aleguem a existência de uma sociedade de fato, buscando imputar ao investidor responsabilidades que, em tese, caberiam apenas à sociedade e, eventualmente, aos seus sócios, especialmente em casos de desconsideração da personalidade jurídica.

Constata-se, assim, que, em situações específicas, a atuação do investidor pode, na prática, ultrapassar os limites contratuais e ser reconhecida judicialmente como relação societária, implicando responsabilidade solidária pelas obrigações da sociedade investida. Nesse sentido, torna-se essencial que o investidor atente não apenas para as disposições contratuais, mas também para sua própria conduta, uma vez que o reconhecimento da relação jurídica existente entre investidor e sócio como sociedade de fato pode ser decisivo para a atribuição de responsabilidade, uma vez presentes os elementos essenciais

---

[7] O patrimônio especial corresponde a um conjunto de bens e direitos destacados do patrimônio geral do titular, destinados a uma finalidade econômica específica, com regime jurídico próprio. (COELHO, 2018, p. 92-93)

que caracterizam a sociedade. Na sequência, serão examinados com mais detalhes os riscos decorrentes da redação contratual a depender do tipo de instrumento de investimento adotado, tomando como referência as disposições do Art. 5º do MLSEI.

5.1.1. O RISCO ASSOCIADO À AUTONOMIA PRIVADA NOS INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Como pontuado no item 5.1, o risco de responsabilização decorre em grande medida da forma como as cláusulas contratuais são redigidas. Nesse sentido, a depender da redação, o investidor pode acabar sendo enquadrado como sócio, ainda que sem essa intenção, o que abre espaço para sua responsabilização. Esse risco se mostra especialmente relevante nos contratos atípicos, em que a flexibilidade contratual pode resultar em um cenário de maior insegurança jurídica. Nesse cenário, torna-se fundamental refletir sobre como o contrato que regula a relação entre investidor e sócio pode gerar lacunas na proteção pretendida. Diante disso, torna-se essencial compreender o conceito de tipicidade contratual e analisar de que maneira cada um dos instrumentos previstos no Art. 5º do MLSEI pode ser classificado como contrato típico ou atípico.

A tipicidade pode ser definida como um princípio que pressupõe que um determinado comportamento ou conduta se adeque a uma tipificação prevista no ordenamento jurídico. Dessa forma, no campo do direito privado, é possível compreender a atipicidade como aquilo que corresponde a algo que não é disciplinado e regulamentado de maneira específica. Ou seja, um tipo é uma forma pré-definida de conduta, situação ou relação jurídica descrita na norma, que serve como referência para enquadrar casos concretos.

Conforme bem pontuado por Emanoel Filho (2019, p. 52) a tipicidade pode ser verificada em duas medidas distintas, que nos ajudam a compreender o seu conceito e a sua aplicação no direito privado, sendo: (i) a tipicidade aberta ou social e (ii) a tipicidade fechada ou legal. Entende-se como tipicidade aberta ou social aquela que decorre da relevância social de determinadas práticas

reiteradas de autonomia privada, em que há uma limitação parcial da autonomia da vontade, ou seja, há a possibilidade de existir uma conduta cujo tipo não esteja expressamente previsto no ordenamento jurídico, que não têm *nomem juris* e nascem da “autonomia privada e subordina[m]-se às disposições gerais aplicáveis ao negócio visado” (Caminha, 2006, p. 209). A tipicidade fechada ou legal, por sua vez, refere-se ao rol taxativo de tipos previstos no ordenamento jurídico, de tal forma que a limitação da autonomia da vontade é fortemente restringida, estando a conduta limitada à observação estrita dos elementos determinantes do tipo aplicável.

A tipicidade contratual é um tipo de tipicidade aberta. O ordenamento jurídico prevê expressamente que é lícito que as partes firmem contratos atípicos, conforme as disposições do Art. 425 do Código Civil, desde que observadas as normas gerais associadas ao negócio jurídico em questão. Confere-se, dessa forma, uma maior autonomia e liberalidade contratual no caso de contratos que não são disciplinados por um tipo específico previsto na legislação mas que ainda assim são lícitos.

São contratos típicos aqueles que gozam de regramento legal específico. Por outro lado, são contratos atípicos aqueles para os quais o ordenamento jurídico não dedicou regramento específico (Filho, 2019, p. 53). Assim, ao estipular os seus contratos com as startups, os investidores podem estabelecer o conteúdo do contrato a partir de um regramento pré-estabelecido legalmente ou de outro formado quase exclusivamente a partir da autodeterminação dos sujeitos contratantes, sendo o segundo caso característico de um contrato atípico (Comiran, 2007).

Contratos atípicos, nesse sentido, podem ser muito interessantes para os contratantes justamente por abrirem espaço para uma maior liberalidade contratual - as partes podem moldar seus interesses e objetivos de forma mais adaptada ao que lhes é conveniente, observados os limites do negócio jurídico (Art. 104, Código Civil). Por outro lado, podem estar sujeitos a uma segurança jurídica menor, a depender de como estão disciplinados.

Tendo em vista o que é entendido como contrato típico e atípico, partimos para a análise do que está disposto no MLSEI. Como visto anteriormente, o Art. 5° da Lei n° 182/2021 lista seis instrumentos de investimento diferentes, de forma não exaustiva, quais sejam: o contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas, o contrato de opção de compra de ações ou de quotas, a debênture conversível, o contrato de mútuo conversível, a estruturação de SCP e o contrato de participação.

Além de estar previsto em lei, o contrato típico tem regulamentação suficientemente completa para fins de sua qualificação tipológica, sua interpretação e sua integração (Filho, 2019, p. 63). Tendo isso em vista, pode-se dizer que a debênture conversível é negócio jurídico típico, disciplinado nos termos do Art. 57 da Lei n° 6404/76, o qual prevê que a conversão de debêntures em ações deve observar as condições estabelecidas na escritura de emissão, além de prever disposições sobre direito de preferência dos acionistas e salvaguardas aos debenturistas contra alterações estatutárias prejudiciais, entre outras considerações.

O contrato de participação, por sua vez, é previsto detalhadamente pela Lei n° 123/2006, caracterizando-se também como contrato típico. A subsunção de um contrato *in concreto* ao modelo regulativo típico de contrato de participação resulta na incidência da garantia de não responsabilização do investidor-anjo, nos termos do § 4o, inciso II, do Art. 61-A da Lei Complementar n° 123/2006 (Filho, 2019, p. 57). Entende-se, portanto, que, se identificados os elementos essenciais do contrato de participação, é possível afirmar que se trata de modelo contratual legalmente típico.

No caso do contrato de opção de compra ou de subscrição de ações ou quotas, não há norma no ordenamento jurídico brasileiro que estabeleça o conceito legal e o regramento específico que se aplique. Dessa forma, são classificadas como contratos atípicos, cuja interpretação e cujo regramento se dão pelas normas gerais de direito das obrigações, por mais que tenha sua existência reconhecida e seja mencionado em leis e Instruções da CVM. Ou seja, são interpretados e regulados de acordo com as normas gerais do Código Civil aplicáveis aos contratos (Filho, 2019, p. 61).

O mesmo ocorre com o contrato de mútuo conversível. Por mais que o contrato de mútuo seja previsto e detalhadamente disciplinado pelo Art. 586 e seguintes do Código Civil, o elemento da conversibilidade em participação societária caracteriza-se como algo adicional que foge das caracterizações previstas pela lei. Considera-se que o contrato de mútuo conversível é uma versão modificada do contrato típico de mútuo, do qual foi suprimido um de seus elementos essenciais. Entretanto, por mais que possua fundamentos no modelo típico de contrato de mútuo, possui uma série de peculiaridades específicas e, portanto, não é típico.

Em razão da inexistência de específica regulamentação do aporte de capital realizado por investidores mediante a instrumentalização do mútuo conversível em participação societária, é comum que existam inseguranças, entre as partes pactuantes, a respeito da operacionalização deste negócio (Rorato Filho, 2019, p. 61, apud, Ramon, 2021, p. 52).

Da característica de atipicidade decorre a possibilidade de maior liberdade contratual na definição das condições do acordo. Em regra, esse aspecto pode ser considerado positivo, pois confere às partes maior autonomia para acomodar seus interesses no contrato. Entretanto, é preciso atenção, já que essa flexibilidade também pode gerar o risco de descaracterizar a posição de investidor e levá-lo a ser reconhecido como sócio, a depender das disposições pactuadas.

Nessa linha, identifica-se que algumas cláusulas acabam regulando uma relação entre investidor e sócios das startups que na verdade parece uma relação entre sócios, mesmo que sem *affectio societatis*. Assim, torna-se muito importante entender de que forma a atipicidade contratual pode dar espaço para a caracterização dessa relação entre sócios, acarretando, portanto, na configuração de uma sociedade de fato, aplicando-se ao investidor a regras de responsabilização da sociedade em comum, conforme visto anteriormente.

No caso desses contratos, a inclusão de cláusulas que supostamente garantem aos investidores direitos que supostamente são exclusivos aos sócios, podem representar risco evidente. É cediço que o grau de envolvimento fático

do investidor com a startup investida é fator primordial para refletir seu risco de responsabilização (Rorato FIlho, 2019, p. 37, apud, Ramon, 2021, p. 52). Dependendo da redação específica, ao investidor podem ser conferidos direitos que, em tese, seriam de titularidade exclusiva dos sócios.

Não é raro encontrar disposições que estabelecem a possibilidade de fiscalização dos negócios, e até mesmo o direito de voto em situações específicas. É comum, também, condicionar-se a contratação de algum funcionário ou a assinatura de algum contrato acima de determinado valor à anuência prévia do investidor, e até mesmo estabelece-se a periodicidade com que a startup apresentará suas informações financeiras ao investidor (Coelho, 2018, p. 39).

Nesse sentido, Ramon menciona em seu trabalho, cujo foco é a análise da possibilidade da identificação de uma sociedade em comum através específicamente do contrato de mútuo conversível, que os contratos envolvem cláusulas como a de obrigação da sociedade e seus sócios em "[...] prestar ao mutuante todas e quaisquer informações de natureza legal, financeira, comercial e contábil, dentre outras, relativamente ao Negócio", bem como vincular à aprovação prévia do mutuante as operações societárias e financeiras realizadas pela sociedade. Portanto, identifica-se mais que a mera pactuação de uma operação de "empréstimo" através do mútuo, as "vicissitudes da relação existente entre investidor e *startup* mutuária, que evidenciam um fim comum social entre elas, revelam a configuração de uma sociedade em comum entre estas partes" (2021, p. 54).

Quanto à SCP, instrumento previsto no inciso V do Art. 5°, as considerações são um tanto quanto diferentes. A SCP é um tipo societário por si só, sendo sociedade típica estabelecida e regulada por meio de contratos nos termos dos artigos 991 a 996 e 1.162 do Código Civil, assim como, subsidiariamente, às regras estabelecidas para as sociedades simples (MORAES, 2015, p. 37). Assim, a ela não se aplica a lógica de identificação de uma sociedade de fato a partir de estipulação contratual ou em decorrência de determinada conduta do investidor, a qual supostamente se aplicariam as regras da sociedade em comum.

Todavia, na ótica sobre o comportamento do sócio investidor/participante[8], a lógica de possibilidade de responsabilização ainda se aplica, sob a mesma lógica, mas com base em outro dispositivo legal específico à regulação da SCP. O sócio participante, embora possa fiscalizar a administração dos negócios, não deve intervir diretamente nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de assumir responsabilidade solidária pelas obrigações em que atuar (Art. 993, p. único). Assim, enquanto investidor, não poderá interferir nos negócios da startup. Caso isso ocorra, incorre a ele os riscos de responsabilização pelas dívidas da SCP em questão.

Retomando a análise sobre a caracterização de sociedade de fato a partir das estipulações contratuais, observa-se, portanto, que a atipicidade confere maior liberdade contratual na definição das condições e demais disposições das cláusulas. Em geral, essa característica é vista como aspecto positivo, pois amplia a autonomia das partes para adequar o contrato aos seus interesses. Contudo, é preciso atentar para o risco de que, em determinadas circunstâncias, a posição de investidor seja descaracterizada e interpretada como de sócio.

5.2. TENSÕES PERSISTENTES NO AMBIENTE DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

No âmbito dos investimentos em startups, quanto aos riscos que se podem identificar, uma tensão se mostra particularmente clara: de um lado, o interesse do investidor em participar do empreendimento com a expectativa de retorno financeiro em caso de êxito; de outro, a aversão diante da possibilidade de responsabilização patrimonial. Surge, nesse ponto, a indagação sobre se essa tensão constitui elemento inerente à própria lógica do investimento em startups (que, por sua natureza, envolve alto grau de risco) ou se haveria espaço para sua mitigação por meio de instrumentos normativos ou de outros

[8] Vale ressaltar, ainda, que a SCP se diferencia das modalidades contratuais previstas pois ela não confere ao sócio investidor a posição de credor. Ou seja, o sócio investidor investe na sociedade mas sem a possibilidade de reaver o valor aportado considerando a natureza da sua posição na sociedade e de acordo com as normas do Código Civil, salvo estipulação em contrário.

mecanismos jurídicos. Em qualquer hipótese, a constatação de sua existência é inescapável.

Uma breve pesquisa consultiva no site do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) revela que a discussão sobre a responsabilização do investidor, em especial pela via do reconhecimento de sociedade de fato, é pauta atual. Como exemplo, tem-se a Apelação Cível nº 1074847-88.2016.8.26.0100 (j. 18/02/2021), em que o Tribunal reconheceu a natureza de mútuo conversível do contrato firmado, afastando a alegação de que o investidor teria atuado como sócio de fato e mantendo a condenação dos réus à restituição do valor aportado. De modo semelhante, no Agravo de Instrumento nº 2296402-28.2023.8.26.0000 (j. 05/02/2024), discutiu-se se aportes realizados sob a forma de mútuo com cláusula de opção de compra de quotas configurariam sociedade de fato. O TJSP, entretanto, reformou a decisão de primeira instância e restabeleceu a validade dos títulos executivos, entendendo que não havia elementos suficientes para comprovar simulação ou vínculo societário informal.

Ainda que em ambos os casos o Tribunal tenha decidido pela não caracterização de sociedade de fato, percebe-se que essa conclusão está intrinsecamente vinculada ao grau de provas disponível em cada situação. Em outras palavras, a linha entre mútuo e aporte societário pode se tornar tênue quando o contrato ou a prática das partes sugerem, na realidade, uma vinculação de natureza societária.

Portanto, não se pretende aqui esgotar o exame da jurisprudência, mas evidenciar que os riscos envolvidos não são meramente teóricos: eles têm se materializado em disputas judiciais, nas quais os tribunais analisam de forma minuciosa tanto o grau de ingerência do investidor na gestão quanto a coerência entre o contrato celebrado e sua execução prática. A apreciação de um caso concreto pode, assim, gerar consequências relevantes para as partes, uma vez que a identificação e a mensuração do risco de eventual requalificação do negócio como sociedade de fato dependem necessariamente de uma análise detalhada das cláusulas contratuais específicas, bem como da conduta efetivamente adotada pelos sujeitos envolvidos na relação.

Nesse sentido, evidencia-se que a tensão entre expectativa de retorno e temor de responsabilização permanece mesmo após a promulgação da Lei Complementar nº 182/2021 (Marco Legal das Startups). Torna-se, portanto, fundamental que o investidor adote cautela tanto na redação contratual , evitando cláusulas que possam sugerir ingerência típica de sócio, quanto em sua conduta prática, de modo a não gerar situações fáticas que possam ensejar sua responsabilização patrimonial.

6. CONCLUSÃO

O fortalecimento das startups no cenário econômico global contribuiu, nas últimas décadas, para a intensificação do debate em torno da criação de medidas legais e regulatórias destinadas a fomentar seu ecossistema. Nesse contexto, insere-se a promulgação do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (Lei Complementar nº 182/2021), cujo Capítulo III foi objeto de análise no presente trabalho.

A investigação demonstrou que a técnica normativa adotada nesse capítulo possui caráter eminentemente instrumental, orientado a sistematizar práticas contratuais já consolidadas no mercado e, sobretudo, a conferir maior previsibilidade e segurança jurídica às relações entre investidores e empreendedores. O MLSEI, nesse sentido, representa um esforço legislativo relevante de institucionalização e legitimação de instrumentos utilizados no financiamento de startups, na tentativa de reduzir assimetrias e incertezas que caracterizam esse ambiente de negócios.

Não obstante, constatou-se que persistem riscos relevantes no cenário de investimento em startups. Para além dos riscos econômicos inerentes ao setor (notadamente a elevada taxa de mortalidade empresarial e a consequente probabilidade de perda integral do capital aportado), subsistem riscos de natureza jurídica vinculados à configuração da relação contratual entre investidor e sociedade. Determinadas estipulações contratuais, bem como condutas práticas, podem ensejar a requalificação do investidor como sócio, sujeitando-o à responsabilização nos moldes da sociedade em comum.

Esse risco revela-se particularmente sensível no âmbito dos contratos de mútuo conversível, cuja atipicidade, embora proporcione flexibilidade negocial, amplia o campo de incertezas quanto à extensão da responsabilidade do investidor. As decisões judiciais analisadas neste trabalho evidenciam que a ausência de tipicidade, ao mesmo tempo em que permite ampla liberdade contratual, expõe o investidor à possibilidade de ser equiparado a sócio em virtude de cláusulas que lhe atribuam poderes de gestão ou de condutas que ultrapassem a posição de mero financiador.

A partir dessas constatações, conclui-se que a proteção conferida pelo MLSEI aos investidores apresenta limites significativos. A efetividade da lei não decorre apenas de suas disposições normativas, mas depende, em grande medida, da forma como os contratos são redigidos, interpretados e executados, bem como da conduta das partes envolvidas. Assim, mesmo diante dos incentivos normativos estabelecidos, permanece imprescindível que os investidores adotem postura cautelosa, consciente dos limites legais e das implicações práticas das cláusulas contratuais.

Portanto, embora o MLSEI represente um avanço institucional relevante ao reconhecer e organizar juridicamente instrumentos de investimento já utilizados no mercado, não é suficiente para eliminar as tensões subjacentes ao risco de responsabilização do investidor. O presente estudo evidencia, assim, tanto o mérito da legislação quanto suas limitações, indicando a necessidade de reflexão contínua acerca da adequação dos mecanismos de proteção atualmente disponíveis.

Por fim, ressalta-se a importância de pesquisas empíricas futuras, capazes de avaliar de forma concreta os impactos do MLSEI desde sua promulgação. Investigações voltadas à análise de sua efetiva utilização em decisões judiciais, da evolução dos litígios envolvendo startups e das variáveis determinantes para a caracterização da figura do sócio, por exemplo, poderão oferecer subsídios valiosos para a compreensão crítica da lei e para o aperfeiçoamento de sua aplicação no fomento ao ecossistema de inovação.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. **Guia do Marco Legal das Startups**. Associação Brasileira de Startups, 2021. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2025/06/Guia-Marco-Legal-Startups.pdf. Acesso em: 20 jul. 2025.

ABSTARTUPS. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups**. Associação Brasileira de Startups, 2024. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2025/06/Mapeamento-do-Ecossistema-Brasileiro-de-Startups-2024.pdf. Acesso em: 1º ago. 2025.

ARTDATA CONTÁBIL. **Contabilidade para startups: importância e como funciona**. 27 fev. 2024. Disponível em: https://www.artdatacontabil.com.br/contabilidade-startups/. Acesso em: 20 jun. 2025.

BAIN & COMPANY, Inc. (org.); FROTA, Luis; LOURENÇO, Maitê (ed.). **Panorama do ecossistema de startups no Brasil: rumo à diversidade racial**. São Paulo: Bain & Company, Inc, 2021. Disponível em: https://www.bain.com/contentassets/2bff0371e2f04ee1bbf1a22d74721c2c/bain_blackrocks_panorama-do-ecossistema-de-startups-no-brasil.pdf. Acesso em: 1º ago. 2025.

BATISTA, Henrique Rossi Silva; RODRIGUES, Maria Rafaela Junqueira Bruno. **Marco Legal das Startups: uma análise da Lei Complementar n. 182/2021**. Revista de Iniciação Científica e Extensão da Faculdade de Direito de Franca, 2022. Disponível em: https://www.direitofranca.br/publicacoes/noticias/trabalhos-xiii-congresso-de-iniciacao-cientifica. Acesso em: 20 dez. 2024.

BID (org.); MATOS, Felipe; RADAELLI, Vanderleia (ed.). **Ecossistema de Startups do Brasil: estudo de caracterização do ecossistema brasileiro de empreendedorismo de alto impacto**. São Paulo: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2020. Disponível em: https://publications.iadb.org/pt/ecossistema-de-startups-no-brasil-estudo-de-caracterizacao-do-ecossistema-de-empreendedorismo-de. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **PLP 146/2019 — Dispõe sobre o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador**. Brasília, DF, 2019. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2205645. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **PLP 249/2020 — Dispõe sobre o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador**. Brasília, DF, 2020. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2264491. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil, de 1988**. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021**. Institui o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

CAMINHA, Ulinie. **Notas sobre a sociedade simples no novo Código Civil**. Revista Pensar, Fortaleza, v. 11, p. 209-216, fev. 2006. Disponível em: https://ojs.unifor.br/rpen/article/download/793/1653/5843. Acesso em: 30 jul. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 20. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2018. Disponível em: https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:rede.virtual.bibliotecas:livro:2000;000579481. Acesso em: 20 maio 2025.

COMIRAN, Giovana Cunha. **Atipicidade contratual: entre a autonomia privada e o tipo**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007. Disponível em: https://lume.ufrgs.br/handle/10183/194390. Acesso em: 5 ago. 2025.

CURSINO, Maria Marta. **SMU Investimentos: quais são as fases de investimento em startups no Brasil?** Medium, 13 nov. 2019. Disponível em: https://medium.com/smu-investimentos/quais-s%C3%A3o-as-fases-de-investimento-em-startups-no-brasil-50777a39cb9f. Acesso em: 6 ago. 2025.

DEOS, Pedro Ricco. **Debêntures Conversíveis em Ações**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2023. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18082023-140538/publico/10875666MPO.pdf. Acesso em: 21 jul. 2025.

FEILGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa**. 5. ed. Curitiba: Positivo, 2010. Verbete: modus operandi.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Escola de Direito de São Paulo. Laboratório de Empresas Nascentes de Tecnologia. **Negócios de impacto social: da estrutura da empresa nascente à sua aproximação com o poder público**. São Paulo, 2014. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/items/4eb597ab-e2a7-4dba-9287-ae63b7f57dfe. Acesso em: 20 jul. 2025.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Revolution**. Journal of Economic Perspectives, v. 15, 2001. Disponível em: https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.15.2.145. Acesso em: 1º ago. 2025.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo. **Direito, inovação e tecnologia**. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021. Disponível em: https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2021/01/direito-inova%C3%A7%C3%A3o-e-tecnologia.pdf. Acesso em: 27 maio 2025.

MAYFIELD, William. **Angels, Syndicates and Venture Capital**. Saarbrücken: Lap Lambert Academic Publishing, 2016.

MICHILES, Saulo. **Marco Legal das Startups: um guia para advogados, empreendedores e investidores**. São Paulo: JusPodivm, 2021.

MORAES, Eduardo Peixoto Menna Barreto de. **Sociedade em conta de participação: riscos de descaracterização do tipo societário e suas consequências**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/67ba045b-297d-47e9-832f-6e4e9c18dfcb/content. Acesso em: 2 jul. 2025.

RAMON RODRIGUES, Ayra. **Implicações jurídico-societárias do contrato de mútuo conversível em participação societária pactuado entre investidores-anjo e startups**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/228522. Acesso em: 18 ago. 2025.

RIES, Eric. **A startup enxuta**. São Paulo: Leya Brasil, 2017.

RORATO FILHO, José Claudio. **Uma análise crítica do contrato de participação criado pela Lei Complementar n. 155/2016 em comparação às outras formas de estruturação do investimento-anjo**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/534fc593-4823-4514-b39f-9dd849f9624c/content. Acesso em: 20 jul. 2025.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação Cível nº 1074847-88.2016.8.26.0100**. Apelantes: Bruno Oliveira Maggi e Arthur Farache de

Paiva. Apelado: André Martins Perez. Relator: Ricardo Negrão. São Paulo, 2 fev. 2021. Registro: 2021.0000066764. Disponível em: https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14825066&cdForo=0. Acesso em: 18 ago. 2025.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. **Agravo de Instrumento nº 2296402-28.2023.8.26.0000**. Agravantes: Claudia Nunes Menconi Arede e Ricardo Mauad Arede. Agravados: Sandro Augusto Alves de Barros, Ana Paula Alves de Barros, S.A.A.B. Comércio de Roupas e Acessórios Ltda., SB Ateliê Comércio de Roupas e Acessórios Ltda. e A.P.A.B. Comércio de Roupas e Acessórios EIRELI. Relator designado: Ricardo Negrão. São Paulo, 30 abr. 2024. Registro: 2024.0000400511. Disponível em: https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=18278281&cdForo=0. Acesso em: 18 ago. 2025.

SEBRAE. **Incubadora e aceleradora: qual a diferença entre elas?** 2022. Disponível em: https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-a-diferenca-entre-incubadora-e-aceleradora,761913074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD#:~:text=Em%20geral%2C%20se%20sua%20startup,ideal%20seja%20procurar%20uma%20incubadora. Acesso em: 6 ago. 2025.

WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, Z. **Angel Finance: the other venture capital**. Strategic Change, v. 18, n. 7/8, p. 221-230, 2009. Disponível em: https://qcconference.com/wp-content/themes/qcciir-v2.5/uploads/2012/ppf/papers/12-Wong_Bhatia_Freeman_Angel_Finance_The_Other_VC.pdf. Acesso em: 21 jul. 2025.