

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ – UNIVALI
VICE-REITORIA DE PESQUISA, PÓS-GRADUAÇÃO E EXTENSÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU EM CIÊNCIA JURÍDICA – PPCJ
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIA JURÍDICA – CMCJ
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: FUNDAMENTOS DO DIREITO POSITIVO
LINHA DE PESQUISA: DIREITO, JURISDIÇÃO E INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL
PROJETO DE PESQUISA: DEMOCRACIA, PROCESSO E JURISDIÇÃO

**A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO A
PARTIR DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**

GABRIEL PESSOTTI DA SILVA

Itajaí-SC, novembro de 2023

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ – UNIVALI
VICE-REITORIA DE PESQUISA, PÓS-GRADUAÇÃO E EXTENSÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU EM CIÊNCIA JURÍDICA – PPCJ
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIA JURÍDICA – CMCJ
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: FUNDAMENTOS DO DIREITO POSITIVO
LINHA DE PESQUISA: DIREITO, JURISDIÇÃO E INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL
PROJETO DE PESQUISA: DEMOCRACIA, PROCESSO E JURISDIÇÃO

A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO A PARTIR DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

GABRIEL PESSOTTI DA SILVA

Dissertação submetida ao Curso de Mestrado em
Ciência Jurídica da Universidade do Vale do Itajaí –
UNIVALI, como requisito parcial à obtenção do título
de Mestre em Ciência Jurídica.

Orientador: Professor Doutor José Everton da Silva

Itajaí-SC, novembro de 2023

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, quero expressar minha profunda gratidão ao meu orientador, Professor Dr. José Everton da Silva, pela sua inestimável paciência e orientação. Sua ajuda foi um farol nos momentos de confusão. Lembro com carinho da fatídica viagem ao Maranhão, quando o Mestrado ainda era um sonho distante. Sua ajuda naquele momento foi fundamental para o meu retorno em segurança. Agradeço também pelo seu contínuo apoio ao Grupo Paideia, que desempenhou um papel crucial na formação de diversos alunos, incluindo eu mesmo. Muito obrigado!

À minha família, quero expressar minha gratidão sincera. Mãe e pai, mesmo diante das limitações físicas impostas, sua resiliência e esperança continuam inabaladas. Sei que cada passo que dou é motivo de alegria para vocês, e isso é inestimável.

Gostaria de estender meu agradecimento ao Marcos, pela conquista da bolsa que tornou possível alcançar este objetivo de longa data.

À CAPES, quero agradecer por seu constante incentivo à pesquisa em todo o país.

À coordenação do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica da UNIVALI, quero expressar minha gratidão por todo o apoio e recursos fornecidos ao longo desta jornada.

Para Jenifer, pessoa da qual sou sócio com a maior alegria, agradeço ter me apoiado nos momentos de angústia, por ser minha companheira incansável em aulas, discussões e pesquisas, por sempre estar ao meu lado, me incentivando e compartilhando conhecimento. Você é verdadeiramente minha irmã de alma. Este trabalho também é seu. Obrigado.

Agradeço profundamente ao Leonard, fundamental para que eu pudesse me reencontrar e concluir este trabalho.

Também agradeço a todos que me apoiaram ao longo deste percurso. Não seria justo tentar nomear a todos, mas, em nome de Bruno, Isabella, Mariane, Patrícia, Rafaella, Renata e Thomás, quero expressar minha gratidão a todos que, de alguma forma, estiveram ao meu lado, me ouviram, leram este trabalho ou ofereceram qualquer outra forma de ajuda, muito obrigado!

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a todos que, como Santiago, enfrentaram os mares tempestuosos da vida com coragem e determinação.
“É uma estupidez não ter esperança” – Ernest Hemingway.

TERMO DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Declaro, para todos os fins de direito, que assumo total responsabilidade pelo aporte ideológico conferido ao presente trabalho, isentando a Universidade do Vale do Itajaí, a Coordenação do Curso de Mestrado em Ciência Jurídica, a Banca Examinadora e o Orientador de toda e qualquer responsabilidade acerca do mesmo.

Itajaí-SC, novembro de 2023

**Gabriel Pessotti da Silva
Mestrando**

PÁGINA DE APROVAÇÃO

MESTRADO

Conforme Ata da Banca de defesa de mestrado, arquivada na Secretaria do Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciência Jurídica - PPCJ/UNIVALI, em 11/12/2023, às 10h30, o mestrando Gabriel Pessotti da Silva fez a apresentação e defesa da Dissertação, sob o título “A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO A PARTIR DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO”.

A Banca Examinadora foi composta pelos seguintes professores: Doutor José Everton da Silva (UNIVALI), como presidente e orientador, Doutor Jorge Hector Morella Junior (PPGDMT/UNIVALI), como membro, Doutor Tarcisio Vilton Meneghetti (PPGDMT/UNIVALI), como membro e Doutor Rafael Padilha dos Santos (UNIVALI), como membro suplente. Conforme consta em Ata, após a avaliação dos membros da Banca, a Dissertação foi aprovada.

Por ser verdade, firmo a presente.

Itajaí (SC), 11 de dezembro de 2023.



PROF. DR. PAULO MÁRCIO DA CRUZ
Coordenador/PPCJ/UNIVALI

ROL DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABSTARTUPS	Associação Brasileira de Startups
AED	Análise Econômica do Direito
ART	Artigo
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CRFB	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 e emendas constitucionais posteriores
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano
MLS	Marco Legal das Startups
ODS	Objetivos do Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
PIB	Produto Interno Bruto
PROEX	Programa de Excelência Acadêmica
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

ROL DE CATEGORIAS

Análise Econômica do Direito: “[...]objetiva a compreensão do universo jurídico, a partir de pressupostos e valores metajurídicos próprios da Economia que podem ser manejados no momento da criação na norma jurídica e também no momento de sua verificabilidade, na hipótese de aplicação ao caso concreto. Assim, tem-se uma racionalidade econômico-jurídica que interage com o meio de modo a influenciar o âmbito jurídico, principalmente no que se refere à interpretação, considerando novos padrões econômicos-valorativos quando da apreciação de demandas judiciais”¹.

Custos de Transação: Qualquer relação que tenha como base um problema de contratação (aqui se incluem todas as relações de troca, características do capitalismo)².

Desenvolvimento Econômico: Aumento na capacidade produtiva da economia e, portanto, da produção de bens e serviços de determinado país ou área econômica³.

Desenvolvimento Nacional: Objetivo previsto na Constituição da República Federativa do Brasil que implica na adoção de políticas públicas dinâmicas que possibilitem mutações na sociedade por ele abrangida, marcadas por um processo de mobilidade social contínuo e intermitente⁴.

Ecosistema de Inovação: Os ecossistemas de inovação referem-se aos sistemas interorganizacionais, políticos, econômicos, ambientais e tecnológicos pelos quais um ambiente propício ao crescimento do negócio é catalisado, sustentado e apoiado⁵.

¹ MARCELINO Junior, Julio Cesar. **Análise Econômica do acesso à Justiça:** a tragédia dos custos e a questão do acesso inautêntico. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 65.

² WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: The Free Press, 1985. p. 16.

³ VIEIRA, Edson Trajano; SANTOS, Moacir José dos. Desenvolvimento econômico regional: uma revisão histórica e teórica. **Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional**, Taubaté, v. 2, n. 8, p. 1-26, jun. 2012. Quadrimestral. Disponível em: <https://www.rbgdr.net/revista/index.php/rbgdr/article/view/679>. Acesso em: 08 out. 2023.

⁴ Composto a partir de: GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. p 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 216.

⁵ JISHNU, V.; GILHOTRA, R.M.; MISHRA, D.N..Pharmacy Education in India: strategies for a better future. **Journal Of Young Pharmacists**, [S.L.], v. 3, n. 4, p. 334-342, out. 2011. EManuscript Technologies. Disponível em: <https://doi.org/10.4103/0975-1483.90248>. Acesso em: 20 jun. 2023.

Eficiência: “[...]diz-se que um processo de produção é eficiente quando não é possível gerar a mesma quantidade de produção usando determinada combinação de insumos de custo menor ou quando não é possível obter mais produção utilizando a mesma combinação de insumos”⁶

Estado: Ordem jurídica soberana que tem por fim o bem comum de um povo situado em determinado território⁷.

Investimento: Aporte de capital realizado em empresas feito com base nos lucros que podem ser obtidos a partir do desenvolvimento da atividade empresarial.

Investimento-Anjo: "Anjos são tipicamente indivíduos com um elevado patrimônio que investem seus próprios recursos em empresas que estão começando. Adicionalmente, tendem a contribuir gerencialmente e com conhecimento específico acerca da área de atuação da empresa”⁸.

Pragmatismo: “Não há conceito canônico de Pragmatismo. Defino-o, para começar, como uma abordagem prática e instrumental, e não essencialista: interessa-se por aquilo que funciona e é útil, e não por aquilo que “realmente” é”⁹.

Revolução Industrial: Momento marcado pelo advento de novas tecnologias, que provocam modificações no contexto social, econômico e cultural.

Startup: “Uma empresa nova, até mesmo embrionária ou ainda em fase de constituição, que conta com projetos promissores, ligados à pesquisa, investigação e desenvolvimento de ideias inovadoras”¹⁰.

Utilitarismo: ou princípio da utilidade, é aquele que aprova ou desaprova qualquer ação, segundo a tendência que tem a aumentar ou diminuir a felicidade da pessoa cujo interesse está em jogo¹¹.

⁶ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 38

⁷ DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos da Teoria Geral do Estado**. 30ª edição. São Paulo: Saraiva. 2011, p. 122.

⁸ LIU, Yan. 2000. *An Overview of Angel Investors in Canada*. MFA, University of Texas., p. 02

⁹ POSNER. Richard A, **Para Além do Direito**. São Paulo: Martins Fontes. 2009. p. 4.

¹⁰ SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Brasília.2011. Disponível em<https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia_das_empresas_no_Brasil_2011.pdf>, acesso em 29 de maio de 2023. p. 04.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Requisitos para o enquadramento das Startups de Acordo com o MLS ...	74
Tabela 2 Instrumentos Contratuais	82

¹¹ BENTHAM, Jeremy. **Uma introdução aos Princípios da Moral e da Legislação**. Os Pensadores. São Paulo: Abril, 1979. p. 4.

SUMÁRIO

RESUMO.....	13
ABSTRACT.....	14
INTRODUÇÃO	15
Capítulo 1	19
A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	19
1.1 BREVE HISTÓRICO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	19
1.2 A RELAÇÃO ENTRE DIREITO E ECONOMIA	23
1.3 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO.....	27
1.3.1 A Base Filosófica da AED.....	31
1.3.2 Eficiência.....	36
1.3.3 Custos de Transação ou Oportunidade	41
Capítulo 2.....	51
MARCO LEGAL DAS STARTUPS E O INVESTIMENTO-ANJO.....	51

2.1 A QUARTA REVOLUÇÃO INDUSTRIAL E O SURGIMENTO DAS STARTUPS	51
2.2 STARTUPS: CARACTERÍSTICAS E A IMPORTÂNCIA DO INVESTIDOR-ANJO	60
2.2.1 O Investimento-Anjo	66
2.3 A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO A PARTIR DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS	72
2.3.1 Contrato de Opção de Subscrição de Ação ou Quota	76
2.3.2 Contrato de Opção de Compra de Ação ou Quota	76
2.3.3 Debênture Conversível em Participação Societária	77
2.3.4 Mútuo Conversível em Participação Societária	78
2.3.5 Estruturação de Sociedade em Conta de Participação	79
2.3.6 Contrato de Investimento-Anjo	80
Capítulo 3	85
AREGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO E A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	85
3.1 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO	85
3.1.1 O Interesse do Estado	86
3.1.2 O Interesse Das Startups e do Investidor-Anjo	94
CONSIDERAÇÕES FINAIS	108
REFERÊNCIA DAS FONTES CITADAS	116

RESUMO

A presente Dissertação, na área de concentração Fundamentos do Direito Positivo inserida na Linha de Pesquisa Direito, Jurisdição e Inteligência Artificial, e no projeto de pesquisa Direito, Jurisdição e Inteligência Artificial, relacionada com os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável 8 e 9, trata da regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal Das Startups a partir da Análise Econômica do Direito. O trabalho se desenvolve a partir da seguinte pergunta de pesquisa: a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021, contribui para a criação de Startups no Brasil? Diante dessa pergunta, a hipótese estabelecida foi de que, quando observado a partir da Análise Econômica do Direito, a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para a criação de Startups no Brasil, haja a vista a garantia de mais segurança aos Investimentos realizados. O objetivo geral do trabalho consiste em verificar, sob a luz da Análise Econômica do Direito, se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para a criação de Startups no Brasil. Quanto aos objetivos específicos, elencam-se os seguintes: compreender a base teórica da Análise Econômica do Direito; analisar os conceitos de Startup, Investimento-Anjo e a regulamentação desse Investimento prevista no Marco Legal das Startups; e, por fim, verificar se essa regulamentação contribui para o desenvolvimento das Startups no Brasil, os quais serão distribuídos nos três capítulos que compõem a presente Dissertação. O primeiro capítulo trata da Análise Econômica do Direito, sua história, princípio e pressupostos teóricos. O segundo capítulo trata do surgimento das Startups e do seu conceito, bem como da importância do Investimento-Anjo para as Startups e a regulamentação prevista no Marco Legal das Startups. Por sua vez, o terceiro capítulo retoma os pressupostos teóricos da Análise Econômica do Direito, aborda a questão do desenvolvimento de Startups no Brasil e analisa, a partir dos pressupostos da Análise Econômica do Direito, se a regulamentação do Investimento-Anjo, prevista no Marco Legal das Startups, contribui para o desenvolvimento das Startups no país. Para a análise do presente tema, utilizou-se como base a lógica indutiva.

Palavras-chave: Startups; Investimento-Anjo; Análise Econômica do Direito; Marco Legal das Startups; Produção do Direito.

ABSTRACT

This Dissertation, inserted in the concentration area Fundamentals of Positive Law, included in the Law, Jurisdiction and Artificial Intelligence Research Line, and in the Law, Jurisdiction and Artificial Intelligence research project, related to sustainable development goals 8 and 9, deals with the regulation of Angel Investment provided for in the Startups Legal Mark based on the Economic Analysis of Law. The work is developed based on the following research question: does the Angel Investment regulation provided for in Complementary Law 182/2021 contribute to the creation of Startups in Brazil? Faced with this question, the hypothesis established was that, when observed from the Economic Analysis of Law, the regulation of Angel Investment provided for in Complementary Law 182/2021 contributes to the creation of Startups in Brazil, with a view to guaranteeing more security for the investments made. The general objective of the work is to verify, in the light of the Economic Analysis of Law, whether the regulation of Angel Investment provided for in Complementary Law 182/2021 contributes to the creation of Startups in Brazil. As for the specific objectives, the following are listed: understanding the theoretical basis of the Economic Analysis of Law; Analyze the concepts of Startup, Angel Investment and the regulation of this investment provided for in the Startups legal Mark; and finally; verify this regular contribution to the development of Startups in Brazil, which will be distributed in the three chapters that make up this Dissertation. The first chapter deals with the Economic Analysis of Law, its history, principles and theoretical assumptions. The second chapter deals with the emergence of Startups and their concept, as well as the importance of Angel Investment for Startups and the regulation provided for in the Startups Legal Mark. In turn, the third chapter takes up the theoretical assumptions of the Economic Analysis of Law, addresses the issue of the development of Startups in Brazil and analyzes, based on the assumptions of the Economic Analysis of Law, whether the regulation of Angel Investment provided in the Startups Legal Mark contributes to the development of Startups in the country. To analyze this topic, we used inductive logic as a basis.

Key-Words: Startups; Angel Investment; Economic Analysis of Law; Startups Legal Mark; Law Production.

INTRODUÇÃO

O Século XXI é marcado pela ruptura de diversos padrões existentes na sociedade. A difusão do acesso à internet e as tecnologias criadas a partir de então permitem que a troca de informações seja feita em uma velocidade nunca vista e, nesse cenário, novas possibilidades de negócios são percebidas, novos mercados nascem e não raras as vezes, o comportamento, o consumo e também o processo produtivo sofrem, são revolucionados de tal modo que o cenário anterior parece pitoresco.

As Startups são um expoente dessa nova forma de fazer negócios, explorando toda a facilidade oportunizada a partir da internet e da utilização de novas tecnologias no produto ou serviço prestado, o que causa mudanças significativas nos mercados em que se inserem. Empresas como Google, Facebook (Meta), Spotify, Uber e Nubank foram construídas a partir do modelo de Startups e compartilham uma coisa em comum: a avaliação de mercado na casa de bilhões de dólares. Além disso, são responsáveis pelo emprego de milhares de pessoas, possibilitam que diversos outros negócios sejam gerados de forma indireta e contribuem para a criação e disseminação de diversas tecnologias.

Ocorre que, como é característico de qualquer mercado, nem todas as Startups conseguem chegar à essa avaliação – o caminho a ser percorrido é, muitas vezes, demorado e composto por diversas etapas. Neste trabalho, o foco está nos momentos iniciais das Startups, em especial, na fase caracterizada pelo Investimento-Anjo.

Nos Estados Unidos da América, além de uma fonte importante de recurso para as Startups, o Investimento-Anjo é muito utilizado para a arrecadação de fundos para que essas possam dar seguimento à atividade que desempenham. Em que pese o Brasil seja uma das maiores economias do mundo, com uso de tecnologia de ponta em diversos setores importantes à economia doméstica (como agricultura e de capitais), foi apenas com a publicação da Lei Complementar nº 155/2016 que se passou a proteger legalmente o Investimento-Anjo.

As disposições da referida lei estiveram vigentes até 2021, quando foi alterada pela Lei Complementar nº 182 – também chamada de Marco Legal das Startups (MLS). Essa lei, além de regulamentar a questão do Investimento-Anjo, estabeleceu uma definição legal para as Startups; criou regras para o fomento à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação; permitiu a criação de programas de ambiente regulatório experimental, também chamados de *sandbox* regulatórios; e buscou fomentar a contratação de soluções inovadoras pelo Estado.

Importa destacar que o próprio MLS reconhece que as Startups são um vetor para o Desenvolvimento Econômico, social e ambiental do país e que, para o bom desenvolvimento dessas empresas, faz-se necessário tornar esse mercado mais seguro e competitivo. Diante dos princípios estabelecidos pelo próprio Poder Legislativo e tendo em vista a proximidade entre o Direito e a Economia e a influência que um exerce sobre o outro, a Análise Econômica do Direito (AED) desponta como teoria adequada para que seja possível verificar a eficiência do MLS no que tange aos seus próprios objetivos.

Importa destacar o caráter instrumental da AED, que dispõe de um ferramental teórico sólido o bastante para que seja possível analisar a efetividade da legislação de forma prática, a partir de critérios objetivos que permitirão observar eventuais falhas na legislação e no mercado, com a finalidade de aperfeiçoar o regramento jurídico para que, eventualmente, seja possível se aproximar dos objetivos estabelecidos pelo Poder Legislativo.

Nesse ponto, este trabalho se origina a partir da seguinte pergunta de pesquisa: na perspectiva da AED, a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para a criação e desenvolvimento das Startups no Brasil?

Diante dessa pergunta, estabeleceu-se a seguinte hipótese: quando observada a partir da AED, a regulamentação do Investimento-Anjo, prevista na Lei Complementar 182/2021, contribui para a criação de Startups no Brasil, haja vista a garantia de mais segurança aos Investimentos realizados.

A Dissertação está inserida na Área de Concentração Fundamentos do Direito Positivo, na Linha de Pesquisa Direito, Jurisdição e Inteligência Artificial e no

Projeto De Pesquisa Democracia, Processo e Jurisdição, relacionando-se com os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) 8 e 9. Seu objetivo institucional é a obtenção do título de Mestre em Ciência Jurídica pelo Curso de Mestrado em Ciência Jurídica da UNIVALI e foi elaborada com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES), por meio do Programa de Excelência Acadêmica (PROEX).

O objetivo geral e científico deste trabalho consiste em verificar, sob a luz da AED, se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para a criação de Startups no Brasil.

A partir do objetivo geral da presente Dissertação, elencam-se os seguintes objetivos específicos: compreender a base teórica da AED; analisar os conceitos de Startup, Investimento-Anjo e a regulamentação desse Investimento prevista no Marco Legal das Startups; e, por fim, verificar se essa regulamentação contribui para o desenvolvimento das Startups no Brasil.

Os resultados do trabalho estão expostos na presente Dissertação, de forma sintetizada, como segue.

No Capítulo 1 é apresentada a história da AED, sua fundamentação teórica, a interação entre o Direito e a Economia e a sua aplicação enquanto teoria jurídica autônoma a partir dos seus três pressupostos fundamentais.

O Capítulo 2 trata do Marco Legal das Startups e da Regulamentação do Investimento-Anjo. Neste capítulo, inicialmente, são abordados o movimento que deu origem às Startups e o seu conceito. Depois, apresenta-se a importância que o Investimento-Anjo tem para as Startups e, por fim, é analisada a regulamentação desse Investimento prevista no Marco Legal das Startups.

Por fim, o Capítulo 3 dedica-se a unir os assuntos tratados nos capítulos anteriores, retomando os principais pontos da AED e seus pressupostos teóricos. Na sequência, analisa-se a importância das Startups para o Desenvolvimento Nacional e, então, adentra-se à questão da eficiência da regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal das Startups.

Por conseguinte, nas considerações finais são apresentados os aspectos destacados da Dissertação, seguidos de estimulação à continuidade dos estudos e das reflexões sobre a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal das Startups.

Quanto à Metodologia empregada, registra-se que, na Fase de Investigação¹² foi utilizado o Método Indutivo¹³, na Fase de Tratamento de Dados o procedimento Cartesiano¹⁴, e, o Relatório dos Resultados, expresso na presente Dissertação, é composto na base lógica indutiva.

Nas diversas fases da Pesquisa, foram acionadas as Técnicas do Referente¹⁵, da Categoria¹⁶, do Conceito Operacional¹⁷ e da Pesquisa Bibliográfica¹⁸.

¹² “(...) momento no qual o Pesquisador busca e recolhe os dados, sob a moldura do Referente estabelecido (...)” PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. 14 ed. ver., atual. e ampl. Florianópolis: Empório Modara, 2018. p. 112-113.

¹³ “(...) pesquisar e identificar as partes de um fenômeno e colecioná-las de modo a ter uma percepção ou conclusão geral (...)”. PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. p. 114.

¹⁴ Sobre as quatro regras do Método Cartesiano (evidência, dividir, ordenar e avaliar) veja LEITE, Eduardo de oliveira. **A monografia jurídica**. 5 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001. p. 22-26.

¹⁵ “(...) explicitação prévia do(s) motivo(s), do(s) objetivo(s) e do produto desejado, delimitando o alcance temático e de abordagem para a atividade intelectual, especialmente para uma pesquisa.” PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. p. 69.

¹⁶ “(...) palavra ou expressão estratégica à elaboração e/ou à expressão de uma ideia.” PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. p. 41.

¹⁷ “(...) uma definição para uma palavra ou expressão, com o desejo de que tal definição seja aceita para os efeitos das ideias que expomos (...)”. PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. p. 58.

¹⁸ “Técnica de investigação em livros, repertórios jurisprudenciais e coletâneas legais”. PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica**: teoria e prática. p. 217.

Capítulo 1

A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

O presente estudo propõe verificar se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para o Ecossistema de Inovação brasileiro, a partir da lógica da AED.

A escolha pela AED se deu em razão da possibilidade de compreender determinado fenômeno dentro da lógica jurídica, ao mesmo tempo em que permite a compreensão de suas interações com o mundo econômico, o que, conforme pretende se demonstrar, influencia tanto na construção da norma de forma objetiva quanto na sua desconstrução (por meio da interpretação).

Este capítulo, portanto, tem como objetivo apresentar a teoria da AED, seu histórico, conceito e pressupostos metodológicos.

1.1 BREVE HISTÓRICO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Uma das características da Ciência Jurídica é a capacidade de interagir com as mais diversas áreas do conhecimento. Paralelos entre o Direito e a Filosofia, Psicologia e Sociologia, por exemplo, são comuns, visto que todas estas ciências tratam, de alguma forma, da regulação da vida em sociedade.

Uma das áreas que, em muitos casos, se aproxima do Direito é a Economia. Conforme Steffen¹⁹, enquanto o Direito se ocupa de regular o comportamento do homem em sociedade, a Economia estuda as decisões tomadas em um ambiente de recursos escassos.

¹⁹ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 20109. 345 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciência Jurídica, Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica, Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, Disponível em: <https://www.univali.br/Lists/TrabalhosDoutorado/Attachments/260/Tese%20-%20Pablo%20Franciano%20Steffen%20-%20Vers%C3%A3o%20para%20Dep%C3%B3sito%2003.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2022. p. 254.

Vale observar que, embora pareçam totalmente alheios ao Direito, em um primeiro momento, critérios econômicos já eram aplicados como forma de interpretação jurídica desde a época de Maquiavel, Hobbes e Locke²⁰. Heinen²¹ explica que essa proximidade entre Economia e Direito sempre pôde ser vista entre aqueles que buscavam explicar o fenômeno econômico, pois, naqueles estudos, o papel do Estado esteve presente nas mais diferentes perspectivas apresentadas, de modo que, se for traçada uma história do pensamento econômico, é possível observar o Direito como um dos pontos de preocupação dos economistas.

Nesse sentido, a visão comum de que a AED surge a partir do Século XX de forma isolada, ou seja, desconectada de qualquer estudo anterior que entrelace o direito e a economia, está equivocada²².

Todavia, não se pode negar que é no período posterior à quebra da bolsa de 1929, com o movimento chamado realismo jurídico (caracterizado pelo entendimento de que a Ciência Econômica e a Sociologia seriam integrantes do Direito e não apenas questões conexas) que surgem as primeiras pesquisas relacionando princípios econômicos ao fenômeno jurídico que dariam sustentação ao que hoje se conhece como a AED²³.

Silva²⁴ destaca que, a partir dos anos 1930, é possível notar uma preocupação com questões relacionadas à regulação e aos monopólios, diretamente

²⁰ MACKAAY, Ejan. History of Law & Economics. In: MARCIANO, Alain; RAMELLO, Giovanni Battista (org.). Encyclopedia of Law and Economics. Cheltenham, vol. I, p. 65-117, 2000. p. 08.

²¹ HEINEN, Luana Renostro. **PERFORMATIVIDADE: O DIREITO TRANSFORMADO EM DISPOSITIVO PELA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**. 360 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em:

<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/168283/339457.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 15 ago. 2022, p. 43.

²² HEINEN, Luana Renostro. **PERFORMATIVIDADE: O DIREITO TRANSFORMADO EM DISPOSITIVO PELA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**. 2016. p. 43.

²³ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. 226 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Direito, Programa de Pós-Graduação Novos Direitos, Universidade Federal de Ouro Preto, Ouro Preto, 2020. Disponível em:

https://www.repositorio.ufop.br/bitstream/123456789/12336/1/DISSERTA%C3%87%C3%83O_An%C3%A1liseJusecon%C3%B4micaLei.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022. p. 16.

²⁴ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na**

relacionada com a quebra da bolsa em 1929, o que incentivou importantes estudos sobre economia, com novos focos, sobretudo acerca do direito contratual. Entre 1940 e 1950, outras áreas do direito também passam a ser estudadas a partir da lógica econômica, como o Direito Tributário, Societário e até questões relacionadas à Propriedade.

Um dos marcos temporais do surgimento da AED foi o ano de 1958, com a primeira publicação da revista *Law and Economics*, na Universidade de Chicago, a qual se tornaria um dos maiores difusores das ideias economistas na área do Direito. A partir daquele momento, diversas outras obras foram lançadas, dentre as quais se destacam os artigos de Ronald Coase, *The Problem of the Social Cost*, publicado originalmente em 1960 e *Some Thoughtson Risk Distribution and the Law of Torts*, escrito por Guido Calabresi em 1961²⁵.

Outra obra que se destaca no momento de formação da AED, enquanto teoria jurídica autônoma, é o livro *Economic Analysis of Law*, publicado pelo professor da Universidade de Chicago, Richard Posner, em 1972, no qual buscava tornar os preceitos da AED mais acessíveis aos interessados em estudar essa teoria que, à época, ainda era pouco conhecida²⁶.

Pode-se observar, portanto, que não há um momento específico no qual a AED surge enquanto teoria autônoma. Nessa perspectiva, porém, vale destacar que o próprio Posner²⁷ chega a afirmar que “antes do lançamento do jornal em 1958 não era possível afirmar que a teoria econômica do direito existia. Por outro lado, depois do lançamento de meu livro, não era mais possível negar a sua existência”.

diginidade da pessoa humana. 2016. 419 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciência Jurídica, Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica, Universidade do Vale do Itajaí - Univali, Itajaí, 2016. p. 147.

²⁵ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 17.

²⁶ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 17.

²⁷ POSNER, Richard. **Fronteiras da Teoria do Direito**. São Paulo: Martins Fontes, 2011. p. 04.

A partir desse contexto, uma série de escritos, que incluíam artigos, livros e teses vão, pouco a pouco, difundindo a AED para as mais diferentes áreas do Direito. Lauda²⁸ destaca que, com a crise do Estado de Bem-Estar Social da década de 1970, ainda nos Estados Unidos, houve um grande crescimento nos estudos relacionados à AED, sendo levada para países de tradição romano-germânica a partir dos anos 1990.

Essa disseminação teve obstáculo, sobretudo, na diferença existente entre o sistema jurídico aplicável aos Estados Unidos da América (sistema anglo-saxão, também conhecido como *common-law*), local onde os primeiros estudos acerca da AED são desenvolvidos, e o sistema jurídico romano-germânico (também chamado de *civil law*). Tal diferença se dá, sobretudo, por conta da importância que o precedente tem para o sistema anglo-saxão. Marinoni²⁹ destaca que, neste sistema, os precedentes são fundamentais para o desenvolvimento do sistema jurídico e que este busca se sustentar nos ideais de igualdade, segurança e na previsibilidade

Por sua vez, nos países em que o *civil Law* é a base do ordenamento jurídico, como no Brasil, busca-se restringir a possibilidade de interpretação do Direito por parte do juiz, ancorado no ideal de que “a lei seria suficiente para garantir a certeza e a segurança jurídica”³⁰.

Ocorre que, diante da impossibilidade de se fazer com que o legislador identifique e regulamente todas as situações da interação humana e seus reflexos jurídicos, mesmo no sistema romano-germânico, atualmente, há espaço para a interpretação do direito por parte do juiz, de modo que propiciar resultados jurídicos

²⁸ LAUDA, Bruno Bolson. A análise econômica do direito: uma dimensão da crematística no direito. **Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM**, Santa Maria, v. 4, n. 1, mar. 2009. Disponível em: < <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/40975>>. Acesso em: 26 ago. 2022. p. 4-5.

²⁹ MARINONI, Luiz Guilherme. APROXIMAÇÃO CRÍTICA ENTRE AS JURISDIÇÕES DE CIVIL LAW E DE COMMON LAW E A NECESSIDADE DE RESPEITO AOS PRECEDENTES NO BRASIL. **Revista da Faculdade de Direito Ufpr**, [S.L.], v. 49, p. 11-58, 31 dez. 2009. Universidade Federal do Paraná. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rfdufpr.v49i0.17031>. Acesso em: 11 jan. 2024. p. 54.

³⁰ MARINONI, Luiz Guilherme. APROXIMAÇÃO CRÍTICA ENTRE AS JURISDIÇÕES DE CIVIL LAW E DE COMMON LAW E A NECESSIDADE DE RESPEITO AOS PRECEDENTES NO BRASIL. **Revista da Faculdade de Direito Ufpr**, [S.L.], v. 49, p. 11-58, 31 dez. 2009. Universidade Federal do Paraná. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rfdufpr.v49i0.17031>. Acesso em: 11 jan. 2024. p. 55.

mais precisos e estáveis esteja em acordo com as premissas da tradição romano-germânica.

Desse modo, ainda que num primeiro momento o enfoque da AED estivesse nas decisões judiciais e em seus efeitos, além de leis relativas às atividades criminosas, antitruste e contratos empresariais, a partir da sua expansão, outros fenômenos jurídicos também passaram a ser analisados a partir da ótica da AED não apenas nos países com tradição anglo-saxã, mas também naqueles de tradição romano-germânica.

1.2 A RELAÇÃO ENTRE DIREITO E ECONOMIA

Posner³¹, quando trata da natureza do pensamento econômico, afirma que a economia pode ser uma ferramenta poderosa para analisar uma vasta gama de questões jurídicas, mas que muitos advogados e estudantes de Direito, por mais brilhantes que sejam, têm dificuldade em conectar problemas jurídicos concretos a princípios econômicos, os quais podem ser aplicados para analisar muito mais do que apenas questões propriamente econômicas.

Para ele, muitos juristas pensam que o estudo da Economia trata da inflação, desemprego, ciclos econômicos e outros fenômenos macroeconômicos distantes da sua rotina. Enquanto que, na verdade, a economia é a ciência que, em um mundo de escassez, se preocupa com as escolhas relacionadas à alocação dos recursos de forma a maximizar a satisfação do interesse do maior número de indivíduos³².

Nesse contexto, Silva³³ destaca que o objetivo de Posner era basicamente proporcionar aos juristas uma ferramenta que lhes permitisse fazer a conexão entre Direito e Economia.

³¹ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 03.

³² POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 03.

³³ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana**. 2016. 419 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciência

Para que seja possível verificar a relação entre o Direito e a Economia, deve-se observar que quando o ser humano está diante de uma quantidade limitada de determinado recurso (seja em um cenário econômico ou não), de forma natural, buscará maximizar os seus interesses e a sua satisfação, o que Posner denomina “interesse próprio”, ou “utilidade”³⁴.

Ciente da busca incessante pela potencialização da sua satisfação, é possível concluir que modificando o cenário no qual a pessoa se encontra, também será alterada a sua escolha.

Nas palavras de Posner³⁵:

O conceito do homem como um maximizador racional de seu autointeresse implica que as pessoas respondem a incentivos – se o ambiente de uma pessoa mudar de tal forma que ela possa aumentar sua satisfação alterando seu comportamento, ela o fará (tradução livre).

A partir dessa lógica, três fundamentos de economia são interessantes para a AED. O primeiro é a relação inversamente proporcional entre preço e demanda, visto que o aumento no Custo de um produto incentiva a procura por seus equivalentes para a sua substituição. Em razão dessa procura por substitutos em potencial, ocorre a redução da procura pelo produto cujo Custo aumentou e o aumento na procura pelos substitutos³⁶.

Vale observar que essa relação não ocorre apenas com produtos ou serviços, visto que “Custo” deve ser entendido como o esforço relacionado com o objetivo almejado pela pessoa. Nesse passo, a regulação da vida pelo Direito deve ser entendida como um Custo, que impactará nas escolhas das pessoas.

Jurídica, Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica, Universidade do Vale do Itajaí - Univali, Itajaí, 2016. p. 142.

³⁴ POSNER, Richard. **El Análisis Económico del Derecho**. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2013. p. 26.

³⁵ *The concept of man as a rational maximizer of his self-interest implies that people respond to incentives — that if a person's surroundings change in such a way that he could increase his satisfaction by altering his behavior, he will do so. From this proposition derive the three fundamental principles of economics.* POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 04.

³⁶ POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 04.

Para a melhor compreensão da aplicação desse princípio, imagine-se uma cidade na qual as pessoas que nela residem têm duas opções para os seus momentos de lazer: o parque 1 e o parque 2. Num primeiro momento, as pessoas dessa cidade imaginária podem frequentar as duas opções pelo mesmo Custo. Porém, num determinado momento, há a instituição de uma nova taxa, aplicada somente àqueles que acessam ao parque 1.

A partir da lógica apresentada por Posner, assim que essa taxa for cobrada, haverá o aumento no Custo percebido por aqueles que frequentam o parque 1, o que fará com que aqueles que não estejam dispostos a arcar com esse novo Custo busquem por uma alternativa para os seus momentos de lazer, passando a frequentar o parque 2. A instituição dessa taxa, por menor que seja, nesse caso, fará com que mais pessoas frequentem o parque 2 em face do parque 1.

O segundo princípio da Economia que tem utilidade ao Direito é o da maximização da utilidade. Posner explica que qualquer agente econômico busca tornar maior a diferença entre os seus Custos e suas receitas. Nesse aspecto, vale destacar que somente pode ser considerado um Custo quando o uso de um recurso por um agente der causa à negativa de uso daquele recurso por outro agente, visto que, no caso de um recurso que pode ser utilizado de forma livre (como o ar), nenhum Custo será percebido pelo uso do recurso em questão³⁷.

A discussão acerca dos Custos é de grande importância para AED e faz com que se perceba que a economia versa sobre o uso racional de recursos e não apenas sobre dinheiro, como muitos – de forma equivocada – pensam. Essa será mais bem observada adiante, quando abordada a questão dos Custos de Transação, com fundamento, em especial, no pensamento de Coase.

O terceiro princípio da Economia que interessa ao Direito é o da lógica de mercado. O entendimento desse princípio faz perceber que, se os recursos disponíveis são limitados, estes serão alocados de modo que lhes seja atribuído o

³⁷ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 06.

maior valor possível, desde que essa escolha seja feita sem interferências, ou seja, um mercado livre³⁸.

Na lógica mercadológica, a oportunidade de lucro pode ser entendida como um ímã que atrai recursos para aquela atividade. Na hipótese de uma oportunidade que não atraia recursos, faz-se necessário identificar as barreiras que impedem essa aproximação³⁹.

Salama⁴⁰ destaca que a compreensão da lógica de mercado, ao que ele chama de “teoria dos preços”, serve mais para que sejam identificados os Custos e benefícios das possíveis escolhas do que para declarar uma verdade absoluta sobre um fenômeno jurídico, tornando, assim, o processo decisório mais transparente e, logo, democrático.

Stigler⁴¹ destaca a diferença entre o Direito e a Economia. Para o autor, enquanto o Direito se preocupa com a justiça, tida como elemento regulador dos aspectos da vida em sociedade; a Economia tem como problema fundamental a Eficiência e a explicação da vida econômica.

Apesar da distância entre as duas ciências, Esteves⁴², afirma que questionar se o comportamento de indivíduos pode ser afetado por uma norma legal permite a aproximação do Direito com a Economia, uma vez que a partir da lógica da AED o comportamento humano é posto no centro do debate priorizando a análise de possíveis soluções que possam promover a alocação de recursos com vista à máxima Eficiência levando em conta consequências previsíveis a fim de que os problemas jurídicos sejam resolvidos.

³⁸ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 09.

³⁹ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 10.

⁴⁰ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 22.

⁴¹ STIGLER, George J. *Law oreconomics?* In: *The Journal of Law & Economics*, Vol. 35, No. 2, pp. 455-468. Chicago: The University of Chicago Press, 1992. p 463.

⁴² ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 22-23.

Cooter e Ulen⁴³ apontam a abordagem econômica do Direito permite ao jurista observar as leis como incentivos para a modificação do comportamento e instrumentos para o alcance dos objetivos das políticas públicas.

De acordo com a lógica apresentada até aqui, pode-se perceber que, a partir da compreensão de que o uso de qualquer recurso escasso ocasionará a percepção de um Custo por um agente, o Direito se mostra como um Custo em potencial, o que pode, inclusive, contribuir para o direcionamento da conduta humana.

Em suma, a compreensão da lógica econômica permite que o Direito seja utilizado como indutor da conduta humana com a finalidade de conquistar determinado objetivo.

1.3 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

O movimento que se denominou AED, conforme observa Pablo Steffen⁴⁴, é composto por diversas escolas econômicas e linhas de pensamento. Ainda assim, apesar da variação das bases dessas escolas de acordo com as situações preexistentes, todas têm como foco o estudo da alocação eficiente de recursos.

Silva⁴⁵ destaca que, apesar da diversidade de escolas e linhas de pensamento, há também a convergência entre essas escolas no sentido de que a aplicação do pensamento econômico a situações que antes eram analisadas exclusivamente a partir da lógica jurídica somente será possível caso se admita que os objetos de estudo da Economia e do Direito são similares.

⁴³ COOTER, Robert D.; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. Berkeley: Berkeley Law Books, 6. ed., livro 2, 2016. p. 33.

⁴⁴ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 2019. p. 258.

⁴⁵ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 149.

Esteves⁴⁶ chega a afirmar que a AED se revela útil ao meio jurídico por fornecer uma teoria sobre o comportamento humano, o que não ocorre com outras teorias, como o positivismo, jusnaturalismo e pós-positivismo.

O objetivo de se analisar o Direito a partir da lógica econômica é alcançar soluções eficientes na interpretação do Direito, “de modo que a aplicação das regras jurídicas esteja voltada para a máxima satisfação ou bem-estar dos agentes ou indivíduos, gerando o menor Custo na alocação de riquezas”⁴⁷.

Para Gico Jr⁴⁸, a AED possui “um instrumental teórico maduro que auxilia a compreensão dos fatos sociais e, principalmente, como os agentes sociais responderão a potenciais alterações em suas estruturas de incentivos”.

Dando continuidade às asserções de Silva⁴⁹, a AED pode ser entendida como “a tentativa da aplicação em casos concretos de modelos e paradigmas econômicos na interpretação, análise e aplicação do Direito”. E que, num cenário de crise como o vivenciado no Brasil, o Direito (apontado como um dos fatores responsáveis pela situação do país) “se vê premido a ter que dar respostas aceitáveis para um sistema neoliberal confrontador”.

De acordo com a lógica liberal, em momentos de crise, o discurso de “ineficiência” surge atrelado a uma crença de ser necessário desconstituir o “Custo jurídico” em nome do crescimento econômico⁵⁰.

Diretamente relacionada à compreensão de que o ser humano é um maximizador racional da sua satisfação, a ideia de Eficiência se mostra

⁴⁶ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 25.

⁴⁷ CARDOSO, Germano Bezerra. Análise econômica do direito, políticas públicas e consequências. In: **Revista jurídica da presidência**, v. 17, n. 112, p. 293-313, 2015. p. 298.

⁴⁸ GICO JR., Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. In: **Economic Analysis of Law Review**, v.1, n. 1, p. 7-33, 2010.p. 08.

⁴⁹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana**. 2016. p. 148-149.

⁵⁰ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana**. 2016. p. 149.

particularmente importante à AED. Estêves⁵¹, nesse sentido, afirma que a AED assume uma postura instrumental de priorizar a análise de potenciais soluções que possam promover a alocação de recursos com o menor Custo possível a fim de resolver problemas jurídicos, tudo isso a partir da identificação de potenciais consequências dessa ação.

Nesse sentido, Da Rosa e Linhares⁵² afirmam que, nos parâmetros da AED, a Eficiência passa a ser o objetivo a ser alcançado, além do critério para a alocação de recurso. Na perspectiva mercadológica, essa Eficiência implicará na avaliação das instituições a partir das suas consequências, baseada na relação custo/benefício.

Analisar o Direito a partir de pressupostos oriundos da Economia significa neutralizar valores morais e os critérios de justiça quando da análise normativa, com foco total no caráter instrumental da norma⁵³. Posner aponta que abordar o Direito sob a perspectiva Econômica evita que questões emotivas interfiram na demanda, tratando de forma imparcial as diferenças, visto que o que se procura, com a AED, é o alcance da máxima Eficiência.

Destarte, Silva⁵⁴ destaca que, num cenário de grande incerteza, a lógica da AED permite que a tomada de decisão seja realizada a partir de critérios objetivos, uma vez que o propósito a ser perseguido é balizado apenas pelo fator da Eficiência.

É importante observar o contraponto de Calabresi no sentido de que, por mais que a AED forneça ferramentas que permitam tomar decisões de forma

⁵¹ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 23.

⁵² DA ROSA, Alexandre Morais e LINHARES, José Manoel Aroso. **Diálogos com a Law & Economics**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 63.

⁵³ ESTÊVES, Guilherme Mesquita. **ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA**. 2020. p. 24.

⁵⁴ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana**. 2016. p. 151.

racional, “a hipótese de que o Direito e Economia possa dar as respostas definitivas para os dilemas normativos é ridícula”⁵⁵

Salama⁵⁶ argumenta que, em muitos casos, a decisão eficiente também é justa e que desse pensamento decorre um segundo: de que analisar os incentivos concedidos pela legislação é o ponto de partida para a compressão da justiça e não o fim dessa discussão. Para ele, não se trata de substituir a discussão acerca da justiça pela discussão da Eficiência, mas integrar a decisão do que é justo ao que é eficiente.

Spector destaca que

El paradigma económico del derecho comparte con el utilitarismo La proposición de que el derecho puede asignar beneficios y cargas entre los diferentes individuos de modo tal que se maximice el bien estar general⁵⁷

Observa-se, portanto, que o objetivo de se utilizar preceitos oriundos da Economia para analisar o Direito é alcançar o bem-estar geral. Para tanto, a AED foi estruturada a partir de critérios objetivos que permitam observar se uma norma contribui ou não para esse objetivo.

Com base no supracitado, indaga-se a origem destes critérios, bem como o que deve ser compreendido pelo jurista que busca analisar economicamente o direito. A resposta para tais questionamentos passa pela compreensão da base da AED, os seus pressupostos fundamentais. O objetivo dos próximos tópicos é justamente apresentar esses fundamentos, para que ao fim possa ser verificado se a regulamentação do Investimento-Anjo trazida pelo MLS contribui para a criação de novas startups no Brasil.

⁵⁵ CALABRESI, Guido. *Thoughtson the Future of Economics*. In: **Journal of Legal Education**, v. 33, p. 363.

⁵⁶ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: *Cadernos Direito GV*, v.5, n. 2, 2008. p. 22.

⁵⁷ O paradigma econômico do direito divide com o utilitarismo a proposição de que o direito pode atribuir benefícios e cargas entre os diferentes indivíduos de modo tal que se maximize o bem-estar geral (tradução livre). SPECTOR, Horacio. **Justicia y bienestar.Desde una perspectiva de derecho comparado**.Doxa, nº 26, 2003. Disponível em https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/10075/1/doxa26_13.pdf, acesso em 12.12.2022. p. 8.

1.3.1 A Base Filosófica da AED

Já foi mencionado que a AED se revela como uma forma de solucionar problemas de ordem jurídica a partir da lógica econômica, a qual visa, sobretudo, compreender o comportamento humano para alocar de forma eficiente um determinado recurso. Para que seja possível entender isso, antes é necessário compreender a corrente filosófica que está por trás da AED.

Há alguns parágrafos, as palavras de Spector⁵⁸ afirmam que a AED divide com o Utilitarismo a base de que o Direito é capaz de moldar o comportamento humano de modo a maximizar o bem estar geral.

Silva⁵⁹, em concordância a Spector, sustenta que a AED tem influência do pensamento utilitarista, uma corrente filosófica liberal ligada ao inglês Jeremy Bentham, na qual se defende que os seres humanos são maximizadores de suas satisfações, logo, as ações humanas são guiadas pelos sentimentos de prazer e dor. Para Bentham⁶⁰, “o princípio que aprova ou desaprova qualquer ação” é a felicidade, que se mostra como a indutora da conduta humana.

A partir da lógica utilitarista, o sistema normativo seria a forma mais eficiente de maximizar a riqueza e o bem-estar da população e é esse raciocínio que serviu de fundamento para que o pensamento lógico-racional das teorias jurídico-econômicas da escola de Chicago (um dos berços da AED) fosse estruturado⁶¹.

Ocorre que ao direcionar as ações em busca da maximização da felicidade, a lógica utilitarista se depara com uma série de problemas com os quais não consegue enfrentar; isso porque defende a maximização de uma suposta felicidade total (que poderia ser entendida como a felicidade do maior número

⁵⁸ SPECTOR, Horacio. *Justicia y bienestar. Desde una perspectiva de derecho comparado*. Doxa, nº 26, 2003. Disponível em https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/10075/1/doxa26_13.pdf, acesso em 12.12.2022. p. 8.

⁵⁹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 166.

⁶⁰ BENTHAM, Jeremy. **Uma introdução aos Princípios da Moral e da Legislação**. Os Pensadores. São Paulo: Abril, 1979. p. 4.

⁶¹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 167.

possível de indivíduos), de modo que, em muitas situações exista um claro dilema no garantir a felicidade de um grupo pressupõe causar a infelicidade de outro⁶².

Outra limitação da lógica utilitarista está no critério de medição da felicidade. Silva⁶³ explica que os utilitaristas têm na lógica de Pareto (por oportuno, vale destacar que ao tratar da questão da Eficiência, a lógica de Pareto é bem detalhada em momento posterior, mas para melhor discernimento, neste momento, ela pode ser entendida como uma situação na qual é possível beneficiar determinada pessoa sem que seja causado prejuízo a ninguém) a fórmula de como se chegar à felicidade do maior número possível de pessoas.

A partir da lógica utilitarista, Posner desenvolve a AED com base no conceito de maximização de riqueza, termo este que se refere não apenas ao valor de mercado de um produto específico, mas à soma de todos os bens e serviços, operados pela relação de oferta e demanda⁶⁴.

Posner⁶⁵ agrega que “O cálculo da riqueza da sociedade inclui o valor de mercado, no sentido de preço, multiplicado pela totalidade das mercadorias e dos serviços que ela produz; e também a soma de todos os superávits dos consumidores e produtores, gerados por essas mercadorias e bens”.

Deve-se notar que a distinção entre o Utilitarismo e a Visão de Posner baseada na maximização da Riqueza está no fato de que, enquanto ao Utilitarismo importa a questão da felicidade, para Posner importa a questão do valor (o preço que determinada pessoa está disposta a pagar por um bem ou serviço).

Acontece que, como bem destaca Silva⁶⁶, riqueza não é sinônimo de felicidade, visto que se fosse o caso, os mais ricos seriam mais felizes, o que nem

⁶² SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana.** 2016. p. 169.

⁶³ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana.** 2016. p. 169.

⁶⁴ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 28.

⁶⁵ POSNER, Richard. **A Economia da Justiça.** São Paulo: Martins Fontes, 2010. p. 74.

⁶⁶ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB**

sempre acontece. Logo, se riqueza e felicidade não são sinônimos, o ser humano não será um mero maximizador de riqueza, ainda que esse conceito seja de grande relevância para os indivíduos.

A utilização da base utilitarista permitiria, em casos extremos, a “validação” de graves problemas morais pela AED, como, por exemplo, a defesa de sistemas ditatoriais sob o argumento de que neles as pessoas seriam mais felizes, ou o extermínio de um grupo social em nome do benefício de outro⁶⁷.

Essa proximidade com o Utilitarismo fez com que os artigos de Posner sofressem duras críticas, expondo suas deficiências, as quais, conforme explica Salama⁶⁸, levaram-no a rever o seu posicionamento e amadurecer as bases da AED.

A partir desse amadurecimento, Posner passa a defender o Pragmatismo como base da AED. Para ele,

O Pragmatismo significa olhar para os problemas concretamente, especialmente, sem ilusões, com plena consciência das limitações da razão humana, com consciência do “caráter local” do conhecimento humano, da dificuldade das traduções entre culturas, da inalcançabilidade da “verdade”, da conseqüente importância de manter abertos diferentes caminhos de investigação, do fato de esta última depender da cultura e das instituições sociais e, acima de tudo, da insistência em que o pensamento e ação social, sejam avaliados como instrumentos a serviço de objetivos humanos tidos em alto apreço, e não como fins em si mesmos. Tais disposições, que são mais características de cientistas do que de advogados (e num sentido importante o Pragmatismo é a ética da investigação científica), não tem valência política⁶⁹

Ainda que o Pragmatismo possa ser entendido mais como uma forma de se comportar e não como uma doutrina, esse preceito pode ser explicado a partir de clássicos gregos como a Odisseia, na qual Odisseu (exemplo do Pragmatismo

A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 172.

⁶⁷ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO:** uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016, p. 170.

⁶⁸ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 30.

⁶⁹ POSNER. Richard. **Problemas de Filosofia do Direito**. São Paulo: Martins Fontes. 2007.p. 620-621.

para Posner) rejeita a proposta de Calipso para voltar para sua terra e reencontrar sua esposa e seu filho⁷⁰.

O exemplo de Odisseu é emblemático há séculos. Ao recusar a oferta da ninfa, ele rejeita aquilo que muitos homens mais desejam: a virilidade, a juventude, riqueza, poder, além da eternidade, para que possa cumprir com o seu destino. Para Posner, isso reflete o máximo do que significa ser pragmático, um argumentador instrumental, dotado de inteligência prática e adaptativa⁷¹.

A figura de Odisseu ajuda a entender que as mentes comerciais tendem a dar pouco valor às verdades tidas como absolutas e tampouco em discutir questões de cunho existencial, já que “os mercados são um meio de capacitar estranhos potencialmente avessos a transacionar de forma pacífica uns com os outros. É uma relação superficial, na qual todas as questões profundas são equiparadas, é a base produtiva sobre a qual lidar com estranhos”⁷².

Em síntese, o Pragmatismo pode ser entendido como visão prática, usada tipicamente em negócios, direta e até desdenhosa de teorias abstratas, que despreza o moralista e utópicos. É o tipo de comportamento que age com base naquilo que funciona, observar o “valor” das crenças e tomar uma decisão com base nas consequências concretas.

Esse tipo de comportamento, como explica Silva⁷³, permite analisar as consequências das decisões antes de decidir uma demanda, permitindo a análise sistemática de todas as questões que permeiam um processo. Nesse caminho, a tomada de decisão pragmática é, primordialmente, um processo de racionalidade (que não deve ser confundida com o consequencialismo ou o Utilitarismo), que entende a necessidade de tomar decisões novas em coerência com as passadas, tomando-as como um compromisso e não como um dever.

⁷⁰ POSNER, Richard. **Direito, Pragmatismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 23.

⁷¹ POSNER, Richard. **Direito, Pragmatismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 20.

⁷² POSNER, Richard. **Direito, Pragmatismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 25.

⁷³ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016, p. 178.

A racionalidade é instrumental e se mostra como uma maneira de formular hipóteses que podem simplificar, compreender e prever a conduta humana, o que se revela útil à medida em que se percebe que a partir dela é possível prever o comportamento racional do ser humano⁷⁴.

O entendimento do Pragmatismo torna a tomada de decisão empírica, simpática às mais diversas teorias cujas formulações tenham como objetivo trazer dados ao sujeito que tomará uma decisão e o guiará na sua investigação.

Para que se possa exemplificar o uso do Pragmatismo como modo de decidir, tem-se a figura de um juiz, o qual deverá respeitar os materiais de decisão postos (o sistema normativo como um todo) até que se depare com uma lacuna, situação na qual será permitido que ele use da racionalidade para preenchê-la. No paradigma pragmático, não há uma distinção clara entre a origem da norma e a norma em si, visto que ambas são meios para se chegar a um fim maior. O caminho percorrido pela pessoa que toma a decisão, ou seja, o seu raciocínio é mais importante do que as decisões que foram tomadas anteriormente⁷⁵.

Desse modo, percebe-se que, a partir do Pragmatismo, a AED não apenas permite, mas também compreende que situações similares, ou até mesmo idênticas, possam ter soluções diversas, a depender da pessoa que tomar a decisão. Isso por que vão perceber de forma diversa as consequências de suas decisões.

Em suma, pode-se entender o Pragmatismo como uma forma de pensamento focada na consequência de cada ação, sem ser uma doutrina consequencialista, que valora a felicidade e a sua maximização de modo diverso do utilitarista, traduzindo-a como Eficiência, termo este que será mais bem analisado no próximo tópico.

⁷⁴ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 19.

⁷⁵ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016, p. 179.

1.3.2 Eficiência

Verificado que o Pragmatismo pode ser entendido como a base filosófica da AED, para que se possa compreender quais os pressupostos elementares que permitem essa análise, o presente tópico abordará a questão da Eficiência.

Anteriormente foi apontado que a AED parte da compreensão de que os recursos são dotados de escassez. Salama⁷⁶ explica que essa percepção traz uma série de implicações ao jurista. A mais dramática delas, talvez, diga respeito ao fato de que a própria garantia de um direito, a sua mera proteção, consumirá uma série de recursos, ou seja, o Direito é custoso e garanti-lo demandará o consumo de um recurso.

Uma vez que não se dispõe de recursos infinitos, percebe-se que a garantia de um Direito somente fará sentido se os entes privados ou o Estado puderem mantê-lo, visto que, do contrário, perde-se o efeito prático desse direito, ainda que ele tenha sido garantido e/ou regulado⁷⁷.

A partir da compreensão de que há escassez de recursos, mesmo por parte do Estado, a própria sociedade percebe a necessidade de se perguntar quais direitos serão devidamente tutelados, isto é, quais recursos serão destinados à manutenção de determinado direito, tendo em vista que esse recurso deverá ser usado da melhor forma possível, para que seja possível garantir a maior quantidade de direitos possível, ou seja, se faz necessário o uso eficiente dos recursos.

Por conseguinte, pode-se questionar o que é e como pode ser explicada a questão da Eficiência, questão que norteia este tópico.

No livro *Economic Analysis of Law*, Posner⁷⁸ trata a Eficiência como a situação na qual um recurso é utilizado de modo que o seu valor seja maximizado,

⁷⁶ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 16.

⁷⁷ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 16.

⁷⁸ POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 12.

afastando a concepção e as críticas relativas ao Utilitarismo, já que, para ele, as pessoas provavelmente entrarão em acordo que a Eficiência é um importante critério de escolha.

Como observado no tópico anterior, a maximização da felicidade não se reflete numa base sólida à AED, já que, como destaca Silva⁷⁹, a ideia de maximizar a felicidade (base do Utilitarismo) é, em verdade, um não critério, diante da elasticidade do próprio conceito de felicidade, de natureza pessoal e subjetiva.

Com a visão pragmática, a maximização da riqueza passa a ser vista como um dos pressupostos fundamentais da AED.

O termo riqueza, ao contrário de felicidade, tem natureza objetiva e pode tanto ser mensurado quanto definido de forma antecipada, o que contribui muito para a visão pragmática da AED. Quando a Eficiência passa a ser entendida como a maximização de uma riqueza, torna-se muito mais fácil de reconhecê-la no mercado, independente do tempo ou espaço⁸⁰.

Ao tempo em que é analisada a aceção de maximização da riqueza e do bem estar, Silva destaca que essa questão ajuda a compreender se a ação humana num mercado é caracterizada pela racionalidade ou se elas agem dessa forma apenas em determinado momento⁸¹.

Salama⁸² explica que, alicerçado na compreensão do termo “Eficiência” como a maximização de riqueza, “um processo será considerado eficiente quando não for mais possível aumentar os benefícios sem também aumentar os Custos”. Para exemplificar, ele cita uma fábrica que não consegue “produzir mais carros sem

⁷⁹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 183.

⁸⁰ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 183.

⁸¹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 181.

⁸² SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 22-23.

a contratação de novos funcionários, comprar novas máquinas ou realizar novos Investimentos”.

Apesar da descrição do que pode ser considerado como eficiente, Salama aponta que limitar esse critério à maximização da diferença entre a produção e Custo (ao que o autor chama *output* e *input*) não é suficiente para a AED. Para ele, é necessário entender o que é Eficiência a partir dos critérios de Pareto e de Kaldor-Hicks⁸³, os quais serão explicadas a seguir.

Steffen⁸⁴ explica que o critério de Pareto está diretamente ligado ao Utilitarismo e que a intenção do autor era estabelecer um método que permitisse a tomada de decisões sem que fosse necessário passar pela questão da felicidade ou outra comparação pessoal (os maiores inconvenientes da lógica utilitarista). A partir do critério de Pareto, o que se busca é uma situação na qual seja possível o bem estar do maior número possível de indivíduos.

Será, portanto, eficiente, do ponto de vista de Pareto, quando não for possível alterar a situação de uma pessoa sem que seja causado prejuízo a um terceiro. Desse modo, é possível perceber que a Eficiência de Pareto não está relacionada com o aumento da quantidade de recursos de um (ou mais) indivíduo(s), mas à não diminuição dos recursos de outros, ou seja, no momento em que não for possível beneficiar um em detrimento de outro, estar-se-á diante de uma situação eficiente⁸⁵.

Posner⁸⁶ aponta que o critério de Pareto é uma concepção austera de Eficiência e que, quando analisada em um contexto com poucos agentes, pode ser bastante útil. Porém, quando se aumenta a quantidade de pessoas impactadas por

⁸³ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 23.

⁸⁴ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 2019. p. 269.

⁸⁵ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 2019. p. 269-270.

⁸⁶ POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 12.

uma situação, a aplicabilidade do critério de Pareto encontra sérias dificuldades, sendo pouco aplicável nesses casos.

Steffen cita uma situação, baseada na instituição de um teto para o preço de um produto (no caso, o do tomate), na qual a lógica de Pareto se mostra impraticável:

se houvesse um “teto” [para o preço do tomate], sua supressão possivelmente geraria um aumento no preço da fruta que é negociada no mercado oficial, em uma minoração do preço praticado no “mercado negro” e em um acréscimo na quantidade de tomates produzidos; ainda nesse cenário, argumenta o autor que poder-se-ia ter um aumento no valor das propriedades e aluguéis dos imóveis destinados à cultura dessa fruta, sem contar, é claro, na conseqüente desvalorização do preço (e redução das vendas) de outros alimentos que são utilizados como substitutos do tomate pelo público consumidor (cenouras, alface berinjela, abóbora, etc.), dentre outros efeitos que a remoção do preço máximo causaria⁸⁷

Nessa situação, tanto a instituição de um teto no preço de uma mercadoria quanto a sua retirada causaria uma série de benefícios e perdas para várias pessoas, o que torna o critério de Pareto praticamente inservível. Posner⁸⁸ aponta que, no mundo real, nunca serão visualizadas as condições necessárias para a aplicação da lógica de Pareto, diante da multiplicidade de agentes, característica dos mercados.

Diante da impossibilidade de se aplicar a ideia de Pareto no mundo prático, Posner⁸⁹ aponta que há um critério mais adequado para a avaliação do que seria ou não eficiente para a AED, o de Kaldor-Hicks.

No critério de Kaldor-Hicks, será considerada eficiente a decisão que gerar o bem-estar do maior número possível de pessoas. Steffen⁹⁰ explica que os

⁸⁷ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 2019. p. 272.

⁸⁸ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 13.

⁸⁹ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 13.

economistas Nicholas Kaldor e John Hicks, que dão nome ao critério em questão, buscaram aplicar a noção eficientista das decisões socioeconômicas como forma de explicar as decisões tomadas pelos agentes socioeconômicos.

A partir do critério de Kaldor-Hicks, a existência de perdedores não importa tanto, pois, ainda que haja perdedores a partir de uma decisão, esta será considerada eficiente se o ganho decorrente dela for maior que as perdas; Salama⁹¹ explica que “o importante é que os ganhadores possam compensar os perdedores, mesmo que efetivamente não o façam”. O que importa, no critério de Kaldor-Hicks, é a possibilidade de compensar as perdas que eventualmente ocorram.

Consequente ao critério de Kaldor-Hicks, pode-se considerar eficiente uma decisão que cause algum prejuízo a alguma pessoa, o que seria inconcebível no critério de Pareto. Silva⁹² destaca que o critério de Kaldor-Hicks não passa ileso de críticas; para ele, o maior problema desse critério está na possibilidade de existir um prejuízo que efetivamente não será compensado.

A solução disso passaria pela atuação do Estado. Posner⁹³ elucida que, na lógica de Kaldor-Hicks, é possível que o governo transforme uma “situação de aumento da riqueza em um aperfeiçoamento, segundo Pareto”; para tanto, se faz necessário oferecer uma compensação aos perdedores a partir dos dividendos dos ganhadores.

Steffen⁹⁴ explica que o histórico de decisões tomadas por outras pessoas é útil ao critério de Kaldor-Hicks, visto que potencializa a Eficiência da decisão que será tomada num caso específico.

⁹⁰ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 2019. p. 273.

⁹¹ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008. p. 24.

⁹² SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 185.

⁹³ POSNER, Richard. **A Economia da Justiça**. São Paulo: Martins Fontes, 2010. p. 107-112.

⁹⁴ STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova

Em situações de dúvida, nas quais há necessidade de se optar pela garantia de um direito em detrimento de outro, o critério da Eficiência contribui para a fundamentação da decisão. Nesse ponto, observa-se que os critérios de Pareto e Kaldor-Hicks contribuem para a tomada de decisão, sendo que o segundo se sobressai em razão da possibilidade de atribuição de valor às relações jurídicas atuais e futuras.

Não se pode negar, contudo, que os dois critérios apresentados têm base no pensamento utilitarista, que, como visto no tópico anterior, sempre foi apontado como um problema sério para a AED (já que a sua defesa resultaria, em última instância, na defesa de situações moralmente reprováveis, como a escravidão ou o extermínio de parte da sociedade, em nome da maior produtividade). Assim, tal como Posner evolui o seu pensamento para tornar a AED mais pragmática, o uso dos critérios de Pareto e Kaldor-Hicks, quando necessário, deve colocá-los ao lado de outros valores apontados pela Constituição.

No próximo tópico, será abordado o terceiro pressuposto teórico da Análise Econômica do Direito, qual seja, os Custos de Transação e como a sua compreensão permite analisar a norma jurídica.

1.3.3 Custos de Transação ou Oportunidade

Até o momento, foi observado que a AED surge da compreensão de três princípios básicos da Economia (escassez de recursos, relação inversamente proporcional entre oferta e demanda; e maximização da utilidade), assim que se percebe que a garantia de um determinado Direito também consome uma série de recursos.

A Análise Econômica do Direito, portanto, pretende ser uma ferramenta a partir da qual se afirmam quais direitos devem ser protegidos pelo Estado e como devem ser aplicados. Nos tópicos anteriores, foi visto que a AED pressupõe um estudo pragmático das questões envolvidas e que a Eficiência é uma das formas de se pensar a aplicação e a produção do Direito.

Além disso, a doutrina da AED aponta que é mister a compreensão da questão dos Custos de Transação. Destaca-se que, por se tratar de uma sociedade baseada na lógica de mercado, os Custos de Transação são fundamentais para a compreensão do funcionamento da sociedade, logo, como a proteção de Direitos interfere na vida das pessoas.

Nesse passo, antes de adentrar à questão dos Custos de Transação voltado à AED, importa observar o que são essas transações, para que, com base nisso, seja possível compreender esse pressuposto fundamental da AED.

Silva⁹⁵ destaca, nesse sentido, que uma “transação” ocorre a partir da transferência de um bem por meio de uma interface tecnologicamente separável. Já os Custos de Transação propriamente ditos estão relacionados ao gerenciamento do sistema econômico por meio da identificação, explicação e atenuação dos riscos contratuais. Para ele, a melhor definição acerca dos Custos de Transação, em razão da sua abrangência, foi desenvolvida por Arrow.

Para Arrow⁹⁶, os Custos de Transação são os custos associados à administração do sistema econômico. Enquanto os custos de produção formam a variável de que se ocupou detidamente a Economia Neoclássica, os Custos de Transação caracterizam-se por serem aqueles que ocorrem ao se colocar em funcionamento o sistema econômico.

Tem-se, portanto, que, ao se falar em “Custo de Transação”, o argumento se refere aos custos que serão percebidos pelos agentes quando da movimentação do sistema econômico.

⁹⁵ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 155.

⁹⁶ ARROW, K. *The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation*. In: *The Analysis and Evolution of Public Expenditure: The PPB system*. Comité Económico Conjunto de los Estados Unidos, 91º. Congreso, 1ª. sesión, Washington, D. C.: U.S. Government Printing Office, 1969. p. 68.

Posner⁹⁷ afirma que a aplicação mais famosa acerca do conceito dos Custos de Transação na AED está descrita no artigo de Ronald Coase “O Problema do Custo Social”, publicado originalmente em 1961.

Silva⁹⁸ aponta que o artigo de Coase tem como objetivo explicar as ações tomadas nas relações entre pessoas e firmas, entre firmas e firmas ou, ainda, entre pessoas e pessoas; relações estas que vão acarretar prejuízos a uma das partes envolvidas naquela relação. Nesse cenário, apesar da abordagem de Coase estar baseada em princípios econômicos, o que se pretende é a resolução de um conflito, razão pela qual essa metodologia interessa de forma especial ao Direito.

Coase⁹⁹ sustenta que critérios de solução de conflitos até então tidos como válidos são inapropriados. Para ele, “aludidos cursos de ação são inapropriados, uma vez que conduzem a resultados que não são sempre, ou mesmo, geralmente, desejáveis”.

O maior erro dos critérios pretéritos, para Coase, está na inobservância de que todo problema é um problema recíproco. Ele explica que, na lógica tradicional, numa situação em que A causa prejuízo para B, questiona-se a forma de coibir A; porém, esse questionamento não lida com a reciprocidade do problema, de modo que evitar o prejuízo de B refletiria em prejuízos para A. Nesse sentido, Coase assenta que o que deveria ser questionado é qual o maior prejuízo, para que, então, seja definido se A pode causar um prejuízo a B ou se, de modo contrário, B estará autorizado a causar um prejuízo a A¹⁰⁰.

⁹⁷ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 07.

⁹⁸ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 155.

⁹⁹ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: *Law and Economic*, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 01.

¹⁰⁰ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: *Law and Economic*, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 01.

Silva¹⁰¹ explana que, a partir da lógica trazida por Coase, a decisão é em torno de quais interesses deverão ser protegidos tanto pela norma quanto pelo judiciário. Ou seja, quais interesses serão elevados à categoria de Direito.

O próprio Coase reconhece que responder a questão sobre a possibilidade de A causar um prejuízo a B (ou o contrário) não é uma tarefa simples, visto que “é necessário saber se a atividade nociva é ou não responsabilizável pelos prejuízos que causa, uma vez que, sem o estabelecimento dessa delimitação inicial de direitos, não poderá haver transações no mercado para a transferência ou recombinação desses direitos”¹⁰².

Coase¹⁰³ complementa que toda transação pressupõe a existência de alguns passos, que serão percebidos como Custos pelas partes, como conhecer a parte com quem se negociará; informar a intenção de negociar e as condições do acordo; barganhar; formular o contrato; estabelecer os meios de inspeção dos termos do contrato e assim por diante, de modo que é irrealista supor que possa haver algum tipo de transação sem Custo.

Para que uma transação ocorra, o valor percebido a partir dela deve ser maior que os Custos para a sua implementação. De modo que, quando Custos necessários para que as partes realizem um acordo se mostram mais altos que os resultados que podem ser alcançadas, a negociação não tem prosseguimento. O Direito pode, portanto, influenciar as atividades econômicas, visto que se uma lei ou uma ordem judicial causar o aumento nos Custos de uma operação, essa pode ser interrompida caso a sua produção não represente mais um lucro; ou, de modo contrário, pode incentivar uma atividade se ocasionar a redução do Custo percebido¹⁰⁴.

¹⁰¹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 156.

¹⁰² COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Chicago: Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 07.

¹⁰³ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Chicago: Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 12.

¹⁰⁴ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Chicago: Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 12-13.

Coase aclara que isso ocorre porque “a delimitação dos direitos exerce influência sobre a Eficiência com a qual o sistema de preços opera”, sendo possível que, dentre todas as possibilidades, um arranjo de Direitos possa ocasionar um maior valor de produção. Pode acontecer, entretanto, que essa diminuição de Custos não ocorra, ainda que diante de um ótimo arranjo de direitos. Nessa situação, Coase¹⁰⁵ aponta que a solução passa por organizar economicamente um mercado e obter um mesmo resultado com um Custo menor, solução essa chamada de Firma (ou *firm*, em inglês) que já havia sido apresentada por ele em outro momento¹⁰⁶.

Silva¹⁰⁷ aponta que “as firmas são responsáveis por eliminar as barganhas individuais, substituindo uma série de transações de mercado (potencialmente Custosas) por uma de cisão de natureza administrativa”. Ainda que tais decisões administrativas possam ser percebidas como um Custo, em situações de transações complexas, o Custo tende a ser menor que o Custo de negociações individuais.

Ainda assim, é possível que tanto a negociação individual quanto a instituição de firma tenham Custos elevados. Nessas situações, é apontado que a melhor solução seria a regulação por parte do governo que poderá impor regras que determinem o que as pessoas podem ou não fazer e que deverão ser obedecidas, diante da coercitividade característica do Estado, em vez de ter um sistema legal de direitos que podem ser modificados pelas pessoas que fazem parte de um mercado¹⁰⁸.

Silva¹⁰⁹ destaca que existem situações específicas nas quais será preferível a regulação do mercado pelas firmas ou pelo governo, a ser verificada de

¹⁰⁵ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: **Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 13-14.

¹⁰⁶ Coase se referia ao artigo intitulado “*The Nature of the Firm*”, publicado originalmente em 1937

¹⁰⁷ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 158.

¹⁰⁸ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: **Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 15.

¹⁰⁹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na

acordo com a quantidade de atores da situação em questão, pois quanto mais atores, maior será o custo de negociação, já que “a multiplicidade de atores multiplica o Custo das transações”.

Outro ponto que deve ser observado, quando abordada a questão dos Custos de Transação, são os Custos sociais, que podem ser entendidos como Custos de origem não mercantil. A título de exemplo, podem ser citados, a vida, tradição, honra, dentre outros que, diante da sua natureza, têm como característica a dificuldade de serem mensurados¹¹⁰.

A atribuição de um valor para estes Custos importa à AED do ponto de vista instrumental, uma vez que, do contrário, se torna impossível a medição dos Custos de uma transação e de qualquer Eficiência. Como dito antes, entender a questão dos Custos de Transação é uma condição para que seja possível verificar qual a melhor solução para o problema enfrentado.

Coase¹¹¹ explica que, diante de uma situação na qual o mundo real não condiz com o mundo ideal seja percebida como uma deficiência e que a partir da sua identificação, é comum a crença de que qualquer mudança no mundo real fará com que essa deficiência seja afastada. Para ele, porém, essa crença não é verdadeira, dado que não se percebe a possibilidade de adoção de uma medida corretiva, por exemplo.

Ao se buscar uma mudança simplesmente diante do desejo de se afastar a deficiência percebida, corre-se o risco, inclusive, de piorar a situação inicial. A melhor alternativa, para Coase¹¹², passa por identificar a causa dessa deficiência, e, partir daí, analisar quais seriam as medidas cabíveis e as suas consequências, o que permitirá que a decisão tomada tenha alguma relevância para a realidade.

dignidade da pessoa humana. 2016. p. 159.

¹¹⁰ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 160.

¹¹¹ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: **Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla.p. 36.

¹¹² COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: **Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p p. 36.

Conhecer todos os detalhes de uma situação implica conhecer todos os Custos que com ela se relacionam, inclusive os sociais. Silva¹¹³, nesse ponto, explica que para a compreensão dos Custos, é necessário observar a questão das externalidades, que podem ser definidas como “situação em que a ação de um agente econômico acaba influenciando o bem-estar ou o ganho de outro agente econômico, sem que essa interdependência seja obtida através do sistema de preços”.

A partir do momento que uma externalidade ocorre, o sistema de preços tem uma falha, visto que um novo Custo/valor passa a ser percebido por uma das partes, Custo este que não é decorrente do sistema ideal concorrencial. Essas externalidades são geralmente divididas em dois grupos: o das positivas (decorrente de benefícios externos) e o das negativas (que representam um Custo externo) e podem ser visualizadas tanto na esfera da produção quanto do consumo¹¹⁴.

A ocorrência de uma externalidade está diretamente ligada à ausência de disposição sobre a quem pertence um recurso, o que faz com que um agente use o recurso em questão de forma livre, ou seja, sem qualquer valoração.

Silva¹¹⁵ destaca que existem duas formas de eliminar as externalidades. A primeira é baseada nos ensinamentos de Pigou e passa pelo poder público, pela instituição de multas ou fixação de impostos, na qual o governo atua como regulador; enquanto a segunda parte do setor privado, baseado na negociação entre as partes ou solucionada pelo judiciário.

Na visão de Coase¹¹⁶, a abordagem de Pigou não é adequada, visto que, na hipótese de uma fábrica que, por produzir fumaça, causa prejuízo àqueles

¹¹³ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana.** 2016. p. 160 – 161.

¹¹⁴ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana.** 2016. p. 161.

¹¹⁵ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana.** 2016. p. 161.

¹¹⁶ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost.* Chicago: **Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla.p. 34.

que moram perto dela, a instituição e um imposto seria suficiente para a resolução do problema inicial. Ocorre que se houver “aumento no número de pessoas morando ou de comerciantes operando nos arredores da fábrica emissora de fumaça aumentará a quantidade de dano causado por uma dada emissão de fumaça”. Ou seja, de forma simplificada, a instituição de impostos não resolve o problema inicial.

Além dos Custos sociais e das externalidades, a compreensão do comportamento é importante quando se trata dos Custos de Transação e para a economia de modo geral, já que o comportamento influencia os contratos e sua realização. Para a análise do comportamento, faz necessário entender o que é a racionalidade limitada e o oportunismo¹¹⁷.

O oportunismo, na visão de Williamson, pode ser entendido como a indução a entendimentos equivocados, visando o interesse próprio. Apesar de ser uma premissa da economia que o ser humano irá buscar a maximização dos seus interesses, o oportunismo não deve ser adotado como parâmetro de análise do agir humano.

Já a racionalidade limitada pode ser entendida como a situação na qual uma pessoa tem intenção de agir de forma racional, mas essa intenção estará limitada à capacidade de raciocínio do próprio agente. Silva destaca que as firmas (já citadas anteriormente) possuem uma capacidade de reunir diversas capacidades limitadas, o que contribui para a compreensão dos Custos atrelados a uma negociação e, assim, ajudar a reduzi-los¹¹⁸.

Silva¹¹⁹ esclarece que os contratos refletem as intenções das partes, o que demanda um trabalho completo para que seja verificada a idoneidade das partes e viabilidade da negociação em si. Dessa forma, os contratos serão

¹¹⁷ WILLIAMSON, Oliver E. **As Instituições Econômicas do Capitalismo**. São Paulo: Pezco Ed., 2011. p. 44.

¹¹⁸ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 165.

¹¹⁹ SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. p. 166.

racionalmente incompletos, se todas as cláusulas contratuais buscarem prevenir situações que serão percebidas como nocivas ao contrato.

Assim, percebe-se que, quanto mais oportunistas forem as partes que negociam, mais oportunidades nocivas serão percebidas, o que ensejará um contrato mais detalhado (logo, mais Custoso), além de aumentar o Custo de acompanhamento do processo, o que aumentará os Custos da Transação em questão.

A questão dos Custos de Transação permite observar que, numa sociedade baseada na lógica de mercado, toda negociação terá um Custo. Logo, tendo em vista que o ser humano busca maximizar a utilidade dos seus bens, quando o Custo de uma negociação for demasiado alto, essa negociação será feita com menor frequência.

Compreender que o Direito pode interferir no Custo das Transações permite observar que, se for do interesse do Estado, será possível incentivar ou evitar a ocorrência de determinadas transações com a redução ou aumento dos Custos citados ao longo deste tópico. Verifica-se, portanto, o papel instrumental do Direito – e também a forma como a compreensão dos pontos abordados, neste capítulo, permite a utilização do Direito de acordo com o objetivo pretendido.

Foi observado, ainda, que, a partir do momento que se percebe que há escassez de recursos na natureza, o ser humano buscará maximizar a utilidade de cada recurso. Nesse passo, considerando que a economia tem como uma de suas bases de estudo o comportamento humano, verifica-se certa proximidade entre o Direito e a Economia, o que dá origem à AED.

Neste capítulo, considerou-se que a AED pressupõe um pensamento pragmático, ou seja, voltado à resolução dos problemas a partir de critérios objetivos, com finalidade de tornar mais efetiva a aplicação do Direito. Além disso, foi verificado que a questão da Eficiência é muito importante à AED e que dois critérios podem ser utilizados para determinar se uma escolha é eficiente, o de Pareto e o de Kaldor-Hicks, com destaque ao segundo critério. Por fim, foi observada a questão dos Custos de Transação e como a sua compreensão permite que o Direito seja utilizado como impulsionador da conduta humana.

No próximo capítulo, será analisada a questão das Startups, desde o movimento que deu origem a este modelo de negócios ao seu conceito e a regulamentação trazida pelo Marco Legal das Startups.

Capítulo 2

MARCO LEGAL DAS STARTUPS E O INVESTIMENTO-ANJO

O objetivo geral deste trabalho consiste em analisar, a partir da lógica da AED, se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal das Startups contribui com o desenvolvimento das Startups no Brasil. Nesse sentido, no capítulo anterior, buscou-se apresentar no que consiste a AED e quais seus pressupostos básicos.

Naquele capítulo foi observado que, a partir do momento que se percebe que há escassez de recursos e que a proteção de direitos também os consome, faz-se necessário pensar a tutela de direitos com a finalidade de se atingir determinado objetivo. A AED, nesse cenário, mostra-se como uma ferramenta bastante viável para que a escolha de tutelar ou não um direito esteja baseada em critérios objetivos.

De modo que seja possível cumprir com o objetivo geral deste trabalho, elenca-se como objetivo específico deste capítulo analisar a regulamentação trazida pelo Marco Legal das Startups no que se refere ao Investimento-Anjo.

Para o melhor desenvolvimento do capítulo, este buscará apresentar o contexto no qual surgem as Startups, bem como, sua definição, além de traçar os contornos para a compreensão do que é o Investimento-Anjo e a regulamentação trazida pelo Marco Legal das Startups.

2.1 A QUARTA REVOLUÇÃO INDUSTRIAL E O SURGIMENTO DAS STARTUPS

Antes de apresentar o conceito de Startups e a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal das Startups, é importante compreender que as Startups surgem num contexto de mudança sociocultural, ao qual Schwab¹²⁰ denomina de Quarta Revolução Industrial. Esse primeiro tópico trata desse contexto e do surgimento das Startups.

¹²⁰ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p 14.

Para que seja possível compreender do que se trata essa Quarta Revolução Industrial, necessário se faz observar o que antecedeu tal revolução e o que diferencia o presente do passado. Nesse contexto, importa observar que a existência de quatro revoluções industriais não é unânime. Autores como Blank e Dorf¹²¹, por exemplo, referem-se apenas a duas revoluções industriais. Apesar dessa divergência, a obra de Schwab apresenta uma situação mais detalhada dessas revoluções, razão pela qual se adota esse posicionamento neste trabalho.

De acordo com Schwab¹²², até a segunda metade do século XVIII, a fonte de toda a produção global era a mão de obra natural. Nesse período, todo o consumo dependia da força humana, animal e até mesmo a força gravitacional (cita-se como exemplo o caso das rodas d'água), sendo uma característica desse modelo social a desconcentração das cidades, com a grande maioria da população vivendo no campo.

Todo o sistema produtivo era movido por forças naturais, desde os alimentos às vestimentas, passando pelo transporte e até a produção de armas e armaduras, até que, na Inglaterra, máquinas começaram a ser introduzidas no processo produtivo. Um dos primeiros setores a receber esse novo tipo de ferramenta foi o têxtil, com a introdução do tear mecânico e da máquina de fiar, o que causou o aumento da capacidade de produção e a consequente queda no preço dos tecidos¹²³.

Conforme as máquinas foram se popularizando, outros setores também começaram a modificar o seu modo de produção. Hobsbawm¹²⁴ afirma que não se tratou apenas de “uma aceleração do crescimento econômico, mas uma aceleração de crescimento em virtude da transformação econômica e social”.

¹²¹BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 27.

¹²² SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 15.

¹²³ HOBBSAWM, Eric. J. **Da Revolução Industrial inglesa ao imperialismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1983, p. 74.

¹²⁴ HOBBSAWM, Eric. J. **Da Revolução Industrial inglesa ao imperialismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1983, p. 33.

Em Marx é possível verificar a mudança ocasionada pela introdução da máquina no sistema produtivo, quando narra o caso da tecelagem alemã:

Na Alemanha, tentou-se inicialmente fazer com que um fiandeiro movesse duas rodas de fiar, o que o obrigava a trabalhar simultaneamente com as duas mãos e os dois pés, mas isso era cansativo demais. Mais tarde, inventou-se uma roda de fiar com pedal e dois fusos, mas os virtuosos da fição, capazes de fiar dois fios ao mesmo tempo, eram quase tão raros quanto homens com duas cabeças. A “Jenny”, ao contrário, fia, desde seu surgimento, com 12 a 18 fusos, e o tear para confecção de meias tricoteia com muitos milhares de agulhas de uma só vez etc.¹²⁵

No que tange às mudanças sociais causadas pela introdução das máquinas no processo produtivo, Hobsbawm aponta que, no auge da expansão do sistema capitalista, três ou quatro gerações após o início do uso das máquinas, a Inglaterra já tinha como característica ser um país de trabalhadores que existiam em condições precárias¹²⁶.

Apesar da precariedade das condições de trabalho, era possível verificar a organização dos trabalhadores em sindicatos. Por todos esses motivos, Hobsbawm chega a afirmar que os “homens se tornam irreconhecíveis, isso porque, a partir da alteração no modo de produção, os mais diversos aspectos da vida em sociedade foram alterados, de modo que seja possível afirmar que o homem ficou irreconhecível”¹²⁷.

Por sua vez, a segunda revolução industrial tem diversos pontos de intersecção com a base do que foi a primeira, já que a base da produção nos principais centros econômicos continuou ligada ao maquinário. A maior mudança pode ser observada na fonte de energia motriz (que anteriormente era o vapor) para

¹²⁵ MARX, Karl. **O Capital** - Livro I – crítica da economia política: O processo de produção do capital. Tradução Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2013. p. 551.

¹²⁶ HOBBSAWM, Eric. J. **Da Revolução Industrial inglesa ao imperialismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1983, p. 74.

¹²⁷ HOBBSAWM, Eric. J. **Da Revolução Industrial inglesa ao imperialismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1983, p. 74.

a eletricidade e o destaque para o valor agregado aos produtos pelo conhecimento científico, causando novas e profundas alterações no tecido social¹²⁸.

Uma das marcas da segunda revolução industrial foi o aprimoramento da produção em massa, com preeminência do modelo de produção idealizado por Henry Ford, baseado no transporte de peças até os operários por meio de esteiras transportadoras, fazendo surgir, portanto, o modelo de produção Fordista¹²⁹.

Outro marco da segunda revolução industrial foi o modelo de racionalização de produção criado pelo americano Frederick Winslow Taylor, que tinha como fundamento a ideia de que a divisão do trabalho facilitaria a especialização dos operários durante o processo laboral, o que otimizaria o processo produtivo como um todo, tornando a produção mais satisfatória e lucrativa¹³⁰.

É possível perceber que tanto nessas duas revoluções citadas, a propriedade física (a terra, a fábrica e a máquina, por exemplo) era o principal fator econômico e que a mão de obra humana servia como forma de direcionar a produção, a partir dos comandos dados às máquinas.

Por sua vez, a terceira revolução industrial é caracterizada pelo avanço nas áreas de eletrônica e informática, além da introdução de novas soluções tecnológicas nos processos industriais, amalgamando as inovações das revoluções anteriores com a expansão tecnológica. Por esse motivo, essa terceira revolução também é chamada de “Tecno Científica”¹³¹.

Em decorrência da maior destinação de tempo para pesquisa e desenvolvimento tecnológico voltados para otimizar os processos, essa terceira

¹²⁸ SCHAFFER, Gabriel. **Revolução Industrial** (2° fase). 2015. Disponível em: < <http://schafergabriel.blogspot.com/2015/02/revolucao-industrial-2-fase.html>>. Acesso em: 16 jul. 2022

¹²⁹ SCHAFFER, Gabriel. **Revolução Industrial** (2° fase). 2015. Disponível em: < <http://schafergabriel.blogspot.com/2015/02/revolucao-industrial-2-fase.html>>. Acesso em: 16 jul. 2022

¹³⁰ NUNES, Paulo. **Taylorismo**. 2015. Disponível em: <<http://knoow.net/cienciaconempr/gestao/taylorismo/>>. Acesso em: 16 jul. 2022.

¹³¹ PENA, Rodolfo F. Alves. **Terceira Revolução Industrial**. 2016. Disponível em: < <http://brasilescola.uol.com.br/geografia/terceira-revolucao-industrial.htm>>. Acesso em: 17 de set. 2022.

revolução é marcada pelo aumento do valor agregado aos produtos, algo pouco pensado ou inexistente durante as revoluções anteriores¹³².

Com as mudanças no processo produtivo, o desemprego, implicações sociais, culturais e políticas, também são marcas dessa terceira revolução industrial. Medeiros e Rocha¹³³ afirmam que essa revolução é marcada pela exclusão, “na qual a força de trabalho é dicotomizada em trabalhadores centrais e periféricos, desempregados e excluídos, dividindo também a parcela de apreensão do conhecimento e a utilização de tecnologias”. Nela, as relações de poder são desiguais em razão do controle econômico. Em razão de todas as mudanças, fez-se necessário reinventar desde o modelo de trabalho até mesmo a forma de organização social.

As principais marcas das três revoluções citadas estiveram relacionadas diretamente à base do sistema produtivo, com a redução cada vez maior da presença humana no modo de produzir. O momento atual, porém, é de ruptura com qualquer paradigma existente. Diferentemente de todas as revoluções anteriores, a Quarta Revolução Industrial “não diz respeito apenas a sistemas e máquinas inteligentes e conectadas. Seu escopo é muito mais amplo”¹³⁴.

Este momento também pode ser denominado como Sociedade de Informação, Sociedade em Rede¹³⁵ ou “Infoera” (conforme denominado por João Zuffo¹³⁶). Nele, a sociedade enfrenta os mais diversos desafios, como a transnacionalidade, a alteração no modo de trabalho, (que também ocorreu nas

¹³² POLON, Luana. **Terceira Revolução Industrial**. 2014. Disponível em: <<https://www.estudopratico.com.br/terceira-revolucao-industrial/>>. Acesso em 18 jul.2022.

¹³³ MEDEIROS, S. M.; ROCHA, S. M. M. **Considerações sobre a terceira Revolução Industrial e a força de trabalho em saúde em Natal**. *Ciência & Saúde Coletiva*, 9(2): 399-409, 2004, p. 68.

¹³⁴ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 16.

¹³⁵ CASTELLS, Manuel. **A Galáxia da Internet: Reflexões sobre a Internet, os negócios e a sociedade**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 2003.

¹³⁶ “O período de transformação social, afirmando que: Estamos talvez diante do maior desafio já enfrentado pela sociedade humana, que traz em seu bojo uma plêiade de promessas, que poderão resultar numa idade de ouro para todas as artes e ciências e uma infinidade de ameaças que poderão resultar em divisão da humanidade em rígidas castas sociais e numa nova idade das trevas que poderá perdurar por muitos séculos.” ZUFFO, João Antônio. **A infoera: o imenso desafio do futuro**. São Paulo: Saber, 1997, p. 10

revoluções anteriores), e, principalmente a fusão entre o que é físico e digital¹³⁷.

É fato que as três revoluções industriais citadas alteraram o mundo e o princípio básico de produção, dando vida à automatização nas relações de trabalho e incluíram a tecnologia e a pesquisa científica, como parte dos meios sociais.

Por sua vez, a quarta revolução teve início na virada do Século XXI e, como indica Schwab¹³⁸, trata-se de uma revolução digital. Ele afirma que essa quarta revolução industrial está em sua fase embrionária e “é definida por tecnologias disruptivas que confundem as linhas entre o físico, o digital e o biológico. Da inteligência artificial e da robótica à bioengenharia e nanotecnologia”.

A maior novidade trazida pela quarta revolução industrial consiste na fusão entre o conhecimento dos mais diversos campos e ferramentas interdisciplinares que, com seu resultado na iminência de ser instantâneo, provoca alterações de paradigmas de forma tão avassaladora que, se exige um grande esforço para que seja possível acompanhar as mudanças. Nesse sentido, Schwab disserta que:

Ondas de novas descobertas ocorrem simultaneamente em áreas que vão desde o sequenciamento genético até a nanotecnologia, das energias renováveis à computação quântica. O que torna a quarta revolução industrial fundamentalmente diferente das anteriores é a fusão dessas tecnologias e a interação entre os domínios físicos, digitais e biológicos. Nessa revolução, as tecnologias emergentes e as inovações generalizadas são difundidas muito mais rápida e amplamente do que nas anteriores, as quais continuam a desdobrar-se em algumas partes do mundo¹³⁹.

Blank e Dorf¹⁴⁰ afirmam que nessa nova revolução há a modificação de todo o modo de se fazer negócios. Citam como exemplo a Webvan, empresa criada em 1996 com a ideia de se tornar um supermercado online, que, apesar de ser diligente e seguir todas as melhores práticas organizadas por um grande conselho

¹³⁷ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 16.

¹³⁸ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 16

¹³⁹ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 90.

¹⁴⁰ BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 35.

administrativo, foi à falência em 2001, 24 meses após a oferta pública de ações. Acontece que as ações da companhia foram tomadas a partir de um modelo de desenvolvimento de produtos “linear”, o qual não se amolda ao padrão de vida desenvolvido com os avanços da internet.

O momento atual tem como base a facilidade com que novas tecnologias e ferramentas inovadoras surgem no contexto social, o que resulta tanto em benefícios quanto em novos desafios, de modo que todos os obstáculos já enfrentados por outras revoluções também sejam verificados na quarta revolução industrial. Porém, as novidades promovidas pela Quarta Revolução Industrial não se limitam à área tecnológica. Essas alterações têm gerado resultados imensuráveis nas relações interindividuais (seja na esfera íntima, seja nas conexões sociais) e também na organização econômica como um todo¹⁴¹.

Outro efeito dessa revolução é uma sociedade individualista, que foca seus interesses, valores, necessidades, na materialização da vontade e intenção da pessoa, não correspondendo mais a uma espécie de reflexo dos valores da família¹⁴².

Cantali¹⁴³ aponta que as tecnologias desenvolvidas durante os últimos anos vêm impactando não somente a economia e a sociedade, mas as pessoas na esfera individual, além da necessidade de reconfiguração de categorias jurídicas que até então estavam consolidadas, como a própria moeda. Ao contrário do que ocorria nas revoluções passadas, em que a tecnologia empregada no modo de produção buscava diminuir o tempo de trabalho despendido pelo homem, as novas tecnologias têm tido cada vez mais êxito em substituir integralmente a pessoa humana no processo produtivo.

As mudanças causadas pela quarta revolução industrial passam também pela forma como as pessoas consomem, revolucionando setores da economia que

¹⁴¹ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 103.

¹⁴² SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 93.

¹⁴³ CANTALI, Fernanda Borghetti. **Inteligência Artificial e direitos do autor: tecnologia disruptiva exigindo reconfiguração de categorias jurídicas**. Revista de Direito, Inovação, Propriedade Intelectual e Concorrência. [S.], v. 4, p. 3, 2019. Disponível em: <<https://www.indexlaw.org/index.php/revistadipic>> Acesso em: 01 jan. 2023.

até então eram bastante estáveis. O cinema e a música, por exemplo, que historicamente eram mantidos a partir de rádios, discos, TV e outros meios estáticos, passaram por mudanças profundas a partir da difusão dos serviços de mídia sob demanda, nos quais qualquer tipo de conteúdo passou a ser acessado a partir de um dispositivo conectado à internet, em qualquer lugar do mundo, de forma instantânea¹⁴⁴.

No campo dos negócios, Schwab¹⁴⁵ destaca que a quarta revolução industrial possui três pontos de ruptura: as próprias empresas, que criam novas formas de produzir e adotam as mais diversas tecnologias no processo produtivo; a competitividade, já que, a partir do aumento nas conexões, é possível localizar fornecedores de produtos e serviços de forma mais rápida e inovadora, que tem potencial para desbancar até mesmo operadores históricos; e, por fim, a transparência crescente, onde novos padrões de consumo e o engajamento dos consumidores também causaram diversas discontinuidades no modelo econômico.

Na quarta revolução industrial, não basta produzir de forma célere, ou mais barata; a mera transferência do processo produtivo para o campo virtual também não é suficiente para garantir o sucesso da empresa, isso porque, a partir da difusão do acesso à internet, os consumidores passaram a ter maior liberdade de escolha entre os produtos e serviços que pretendem consumir. Nesse cenário, as empresas que focam no consumidor e a forma que suprem as suas necessidades são as que se destacam.

Matias¹⁴⁶ afirma que a inovação tecnológica é uma força central dos dias atuais, que transforma a sociedade e a economia de maneira acelerada e tem o potencial de fornecer respostas a alguns dos maiores desafios da atualidade. Nesse cenário, atores capazes de criar produtos e serviços disruptivos, somados a modelos escaláveis, podem crescer de forma exponencial e gerar riquezas em níveis superiores aos modelos de negócio anteriores.

¹⁴⁴ BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 25.

¹⁴⁵ SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016, p. 57.

¹⁴⁶ MATIAS, Eduardo Felipe. Fomentando Ecossistemas de Empreendedorismo Inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 13-44. p. 13.

Blank e Dorf¹⁴⁷ afirmam que, a partir da popularização do acesso à internet, uma nova classe de produtos emergiu. Nessa nova classe, tanto o produto em si quanto o canal de distribuição deste são virtuais, o que faz com que os negócios dependam de menos tempo e dinheiro para a sua efetivação.

Para Blank e Dorf¹⁴⁸, o que diferencia o momento atual é a velocidade com que as empresas crescem, afirmando que “de fato, empresas como Facebook, Google, Groupon e Zynga cresceram mais rapidamente na década do que a maioria das corporações industriais cresceu durante o Século XX”.

Percebe-se, portanto, que o modelo de negócio tradicional não é suficiente para cumprir com as expectativas dos consumidores da quarta revolução industrial. Nessa perspectiva, um novo modelo de negócio surge e se destaca como um dos mais importantes atores, vez que se adapta às oportunidades criadas por um mercado hiperconectado. A essa nova forma organizacional dá-se o nome de Startups¹⁴⁹.

Ries¹⁵⁰ destaca que antes do período atual, um bom plano e uma boa estratégia de mercado eram suficientes para levar uma empresa ao mercado e fazer com que ela desse lucro. Ocorre que, esse modelo é útil em um ambiente “baseado em um histórico operacional longo e estável”, o que não ocorre na sociedade hiperconectada.

Bacher e Guild¹⁵¹ afirmam que na economia atual, as empresas de base tecnológica têm sido parte essencial da maioria dos sistemas econômicos, sendo observadas como um diferencial competitivo.

¹⁴⁷ BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 26

¹⁴⁸ BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 28.

¹⁴⁹ MATIAS', Eduardo Felipe. Fomentando Ecossistemas de Empreendedorismo Inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 13-44. p. 13

¹⁵⁰ RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Lua de Papel, 2021. p. 08.

¹⁵¹ BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. **Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors**. *Frontiers of Entrepreneurship Research (Proceedings of the 16th Annual Entrepreneurship Research Conference)*, 1996, pp. 363–376, Babson College, Wellesley, MA. p. 02

Visto o contexto no qual surge o modelo de negócio das Startups, no próximo tópico serão apresentados o conceito e as características básicas dessa nova forma de empreender.

2.2 STARTUPS: CARACTERÍSTICAS E A IMPORTÂNCIA DO INVESTIDOR-ANJO

Foi visto até aqui que o momento atual é marcado pela ruptura com as mais diversas tradições existentes na sociedade, além do maior poder por parte do consumidor, que dispõe de uma vasta quantidade de fontes para o seu consumo. Sabe-se que, com a difusão do acesso à internet, é possível pesquisar – em um curto período de tempo, vale destacar – preços, a fonte da matéria prima utilizada em um produto, bem como qualquer outro fator que possa influenciar uma pessoa quando escolhe um produto ou serviço.

Salama¹⁵² aponta que a tarefa de definir de forma específica o que seria uma Startup não é simples, visto que o termo não se refere a “um tipo societário e tampouco está relacionado à uma categoria de empresa ou à sua área de atuação”. Para o autor, o termo Startup remonta à economia e às finanças e, mesmo nesses campos, ainda há certa dificuldade em apontar uma definição unânime de Startup.

Blank e Dorf¹⁵³ afirmam que, assim como ocorre com os termos “empreendedor” e “inovação”, Startup terá um significado diferente a depender do contexto que está inserida. Porém, manifestam que não se trata de “uma versão menor de uma grande companhia”. Para eles, “uma Startup é uma organização temporária em busca de um modelo de negócio escalável, recorrente e lucrativo”.

A busca por esse modelo escalável, repetível e lucrativo é bem explicada por Ries¹⁵⁴. Como já aludido, o momento atual não permite que as empresas, no caso, as Startups, disponham de dados de mercado suficientes para que suas

¹⁵² SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**: privateequity e venture capital. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p. 11.

¹⁵³ BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 19.

¹⁵⁴ RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Lua de Papel, 2021. p. 07.

estratégias sejam tão assertivas quanto poderiam ser, se tomadas no contexto das revoluções industriais anteriores. Por esse motivo, ele defende que a razão para Startups existirem é a necessidade de “aprender a desenvolver um negócio sustentável”.

Sendo impossível precisar as estratégias que devem ser utilizadas no caminho a ser percorrido pela Startup, Ries¹⁵⁵ aponta que “uma Startup é uma instituição, não um produto”, que demanda uma forma de gestão constituída para agir no contexto de extrema incerteza.

Júdice e Nybo¹⁵⁶ também defendem que o termo Startup está ligado ao estágio de desenvolvimento e não ao modelo empresarial adotado pelas pessoas que fazem parte desse negócio ou o produto comercializado.

Gomes¹⁵⁷, por sua vez, define Startup como “um grupo de pessoas que buscam um modelo de negócios inovador e escalável, de baixo custo, crescimento rápido e capaz de gerar receitas significativas em um curto intervalo de tempo”.

Bacher e Guild¹⁵⁸ definem Startups como “*companies intending to commercialize a technology for the first time and there by expecting to derive a significant source of competitive advantage from the technology*”.

Machado¹⁵⁹ destaca que as mais diversas definições de Startup convergem em “aspectos de inovação, e se complementam quando citam aspectos de escalabilidade, condições de incerteza, vantagem competitiva e, ainda, potencial

¹⁵⁵ RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Lua de Papel, 2021. p. 07.

¹⁵⁶ JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.30.

¹⁵⁷ GOMES, Daniel Teodoro; MUNIZ, Reynaldo Maia; DIAS, Alexandre Teixeira; GONÇALVES, Carlos Alberto. **Apresentação de um projeto de estratégia em uma empresa inovadora**. Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, v. 5, n. 3, p. 413-438, SET./DEZ. 2012. p. 422)

¹⁵⁸ Tradução livre: companhias que pretendem comercializar uma tecnologia pela primeira vez e, assim, obter uma fonte significativa de vantagem competitiva da tecnologia. BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. **Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors**. *Frontiers of Entrepreneurship Research (Proceedings of the 16th Annual Entrepreneurship Research Conference)*, 1996, pp. 363–376, Babson College, Wellesley, MA. p. 02. p. 364.

¹⁵⁹ MACHADO, Fábio Gimenez. **Investidor Anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. 172 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 32.

de gerar altas receitas em curtos períodos de tempo”.

Para o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (doravante denominado SEBRAE)¹⁶⁰ uma Startup é “uma empresa nova, até mesmo embrionária ou ainda em fase de constituição, que conta com projetos promissores, ligados à pesquisa, investigação e desenvolvimento de ideias inovadoras”.

Santos¹⁶¹ apresenta uma visão diferente do que seriam Startups. Para ela, “as Startups ganham um significado especial, sendo consideradas também como iniciativas de inovação e tecnologia”. De acordo com suas palavras, no contexto atual, falar em Startups é ir além da condição de estágio inicial de uma empresa, fazendo referência a um novo modelo produtivo, no qual há mais interesse nas pessoas que fazem parte do produto e também naquelas que irão consumi-lo.

A definição de Santos não se mostra equivocada, porém, a ideia de que se trata de uma fase inicial do que pode vir a ser uma grande empresa é mais comum, visto que, as definições convergem no sentido que o termo Startup se refere a um momento embrionário, no qual se busca compreender o mercado em que um novo produto, tecnologia ou serviço será ofertado, com o objetivo de criar uma empresa sólida.

Entre as definições apresentadas, há alguns pontos frequentemente citados, como a questão do risco natural dessa fase do empreendimento; Blank e Dorf¹⁶² apontam que uma Startup tem início com a fé dos seus fundadores, que identificam a possibilidade de melhorar um produto ou serviço a partir da implementação de uma nova tecnologia e afirmam que, “no início, o modelo de negócio de uma Startup caracteriza-se pela flexibilidade de ideias e suposições, mas

¹⁶⁰ SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Brasília.2011. Disponível em<[https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia das empresas no Brasil_2011.pdf](https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia%20das%20empresas%20no%20Brasil%202011.pdf)>, acesso em 29 de maio de 2023. p. 04.

¹⁶¹ SANTOS, Ana Patrícia Santana dos. **Startups digitais: a travessia na zona cinzenta**. 2016. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Ciências da Comunicação, Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/27/27152/tde-06032017-093922/publico/AnaPatriciaSantanadosSantosVC.pdf>. Acesso em: 30 maio 2023. p. 43.

¹⁶² BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup: manual do empreendedor**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014. p. 19.

não tem clientes e nada sabe sobre eles”.

No que tange às características básicas de Startups, Salama¹⁶³, destaca que existem pontos comuns entre as mais diversas definições de Startups, quais sejam:

- (i) o fato de se encontrarem em estágio inicial do desenvolvimento da atividade empresarial;
- (ii) a necessidade de receber capital de terceiros para manter e impulsionar suas atividades;
- (iii) o perfil inovador e disruptivo do produto desenvolvido ou serviço prestado;
- (iv) o uso de tecnologia, seja na produção, comercialização do produto, ou na prestação do serviço;
- e (v) a simplicidade das estruturas internas e o forte controle de custos.

O SEBRAE¹⁶⁴, por sua vez, salienta que, por se tratar de uma empresa ainda jovem, que está em fase de implementação de uma ideia no mercado, uma Startup é caracterizada pelo baixo custo inicial e pela escalabilidade, o que cria a expectativa de crescimento e retorno elevado. Apesar de tais expectativas, o risco relacionado às Startups é bastante elevado, pois se trata de uma atividade comercial que não tem as informações necessárias para a criação de um plano de negócios sólido.

Dentre as diversas características de Startups citadas acima, duas se apresentam de forma complementar e são destacadas quando observado o Objetivo Geral deste trabalho, quais sejam: a necessidade de Investimentos externos e o risco.

Santos¹⁶⁵ aponta que a incerteza, ou seja, o risco, é uma característica

¹⁶³ SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: privateequity e venture capital**. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p.. 13.

¹⁶⁴ SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Brasília.2011. Disponível em: <[https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia das empresas no Brasil_2011.pdf](https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia%20das%20empresas%20no%20Brasil_2011.pdf)>, acesso em 29 de maio de 2023. p. 04

¹⁶⁵ SANTOS, Ana Patrícia Santana dos. **Startups digitais: a travessia na zona cinzenta**. 2016. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Ciências da Comunicação, Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em:

intrínseca das Startups, que “parecem não mais apresentar uma lógica sistêmica ou obedecer aos modelos tradicionais de semiexternalidades”, ou seja, cujas atividades são desenvolvidas sem uma linearidade objetiva.

O risco é evidente quando observado que essas empresas são constituídas e dissolvidas com uma frequência tão alta que as pesquisas dificilmente conseguem acompanhar. Nesse sentido, Salama¹⁶⁶ ressalta que é impossível afirmar a quantidade exata de Startups que existem no Brasil, visto que “quando se chega a um resultado, muitas vezes ele já é obsoleto em relação à nova realidade”. Ainda assim, revela que, em 2014, o Brasil tinha 2922 Startups e que, no período de dois anos, essa quantidade passou para 4273, um crescimento de aproximadamente 70%.

Machado¹⁶⁷ também expressa grande dificuldade para identificar pesquisas concretas que versem sobre quantidade de Startups em atividade no Brasil. Ainda que seja difícil apontar com exatidão para esse fato, a Associação Brasileira de Startups (doravante ABSTARTUPS) vem realizando desde 2018, anualmente, um estudo intitulado “Estatísticas das Startups Brasileiras”.

No levantamento feito a partir dos dados colhidos em 2020¹⁶⁸, foi observado que o Brasil possuía 13.700 Startups cadastradas na “Startupsbase” (uma base de dados ligada à ABSTARTUPS). Já no último levantamento disponível, publicado em 2022, de acordo com dados colhidos em 2021, é citada a base de

<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/27/27152/tde-06032017-093922/publico/AnaPatriciaSantanadosSantosVC.pdf>. Acesso em: 30 maio 2023. p. 45

¹⁶⁶ SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: privateequity e venture capital**. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p. 08.

¹⁶⁷ MACHADO, Fábio Gimenez. **Investidor Anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. 172 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 32. p. 33.

¹⁶⁸ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS – ABSTARTUPS. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups**. Brasília.2021. Disponível em<https://drive.google.com/file/d/1QJcKuZIHxVblJuF47j5FqwW-XkAf_zEU/view>, acesso em 05 junho 2023. p. 03.

14.000 Startups existentes no Brasil¹⁶⁹.

Apesar da grande quantidade de Startups registradas no país, Mineiro, Miranda, Ottoboni e Pasin¹⁷⁰ citam que cerca de 30% das Startups brasileiras são descontinuadas antes de completar um ano de atividades. Nogueira e Oliveira¹⁷¹ mostram que 25% das Startups morrem antes de completarem um ano de existência, enquanto 50% não ultrapassam a barreira de quatro anos e 75% não duram mais de 13 anos.

Assim como toda empresa, as Startups necessitam dos mais diversos tipos de recursos para desempenharem suas atividades, em especial, os financeiros. Ocorre que, por estarem nos estágios iniciais de desenvolvimento, as receitas obtidas pela empresa não costumam cobrir despesas elevadas. Além disso, os criadores de uma Startup nem sempre têm dinheiro suficiente para que a empresa possa exercer suas atividades pelo tempo necessário até que as contas estejam equilibradas. Por esse motivo, é comum haver um grande controle dos gastos da empresa¹⁷².

Importa observar que, quando se trata de recursos, nem sempre se fala em dinheiro propriamente dito, apesar de ser essencial à existência de qualquer empresa. Como se trata de uma empresa em fase inicial, na qual próprios sócios exercem grande parte das atividades, é possível supor que as Startups buscam Investimentos que possam suprir as deficiências sentidas entre os sócios que as compõem, de modo que o conhecimento estratégico se mostra um ativo valioso às

¹⁶⁹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS – ABSTARTUPS. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups**. Brasília.2022. Disponível em <<https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2023/01/Mapeamento-de-Startups-Brasil-2022.pdf>>, acesso em 05 junho 2023. p. 03.

¹⁷⁰ MINEIRO, Andrea Costa *et al.* Investigação do potencial de um polo de inovação para a criação de uma rede de investidores anjos a partir de seu ecossistema empreendedor. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, Ribeirão Preto, v. 7, n. 1, p. 71-83, 11 mar. 2016. FUNDACE. <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v7i1.182>. p. 72.

¹⁷¹ NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.. **Nova Lima**, [s. l], v. 9, n. 25, p. 26-33, fev. 2015. Trimestral. Disponível em: <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>. Acesso em: 05 jun. 2023. p. 28.

¹⁷² JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.31.

Startups¹⁷³.

Abordado o conceito de Startups e as suas características básicas, chega-se à questão dos recursos necessários para o desenvolvimento das atividades dessa empresa embrionária.

2.2.1 O Investimento-Anjo

Como visto até aqui, uma Startup pode ser entendida como um modelo ou fase empresarial caracterizada pela possibilidade de escala e risco. Nesse sentido, Salama¹⁷⁴ aponta que, em razão da escassez de recursos, é frequente que os sócios “trabalhem em tempo integral na empresa e exerçam múltiplas tarefas”. Isso quer dizer que, em Startups, os sócios cuidam do desenvolvimento do produto, comercialização, marketing, etc., sem que haja espaço para que uma pessoa foque sua atuação em apenas uma área da empresa.

Como são os próprios sócios que exercem as mais diversas funções de Startups, é comum, ainda, que as contratações (raras, diga-se de passagem) sejam realizadas para a elaboração de trabalhos técnicos e pontuais.

No cenário em que a empresa não gera dinheiro suficiente para manter as suas operações, é normal que essas empresas busquem por Investimentos externos para possibilitar o funcionamento e a expansão da empresa, visto que a restrição orçamentária e capital dos sócios não permite que a empresa exista pelo tempo necessário até que o lucro esperado seja percebido. Ocorre que essa baixa rentabilidade inicial da companhia somada ao elevado risco (característico, vale ressaltar) de Startups afasta a possibilidade de aquisição de crédito por meio de

¹⁷³ MINEIRO, Andrea Costa *et al.* Investigação do potencial de um polo de inovação para a criação de uma rede de investidores anjos a partir de seu ecossistema empreendedor. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, Ribeirão Preto, v. 7, n. 1, p. 71-83, 11 mar. 2016. FUNDACE. <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v7i1.182>. p. 72.

¹⁷⁴ SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**: privateequity e venture capital. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p. 13.

bancos tradicionais¹⁷⁵.

É possível perceber um impasse na própria existência das Startups que, por um lado, ao se tratar de uma empresa nova, não gera receita suficiente para manter suas atividades. Dessa forma, é necessária a captação de Investimento externo, sob o risco de ter suas atividades encerradas num período de tempo bastante curto. Por outro lado, esse risco de encerramento prematuro, somado à baixa rentabilidade das Startups, afasta a captação de recursos com bancos tradicionais, o que põe em xeque a própria existência da Startup.

Herbst e Agostinho¹⁷⁶ destacam que, no Brasil, sempre foi forte a presença do Estado na economia, já que os bancos públicos tradicionalmente financiam grande parte dos Investimentos de risco e de longo prazo de maturação. Porém, ainda que exista uma cultura de absorção de riscos por parte do Estado, isso não tem sido suficiente para propiciar um ambiente adequado ao desenvolvimento de Startups. Diante dessa insuficiência do Estado em prover os recursos necessários ao desenvolvimento de Startups, o setor privado identificou no Investimento-Anjo a oportunidade de conseguir estes recursos, importando-o do mercado dos Estados Unidos da América.

A origem do termo Investimento-Anjo, ou Investidor-Anjo, remete aos investidores privados que financiavam produções de peças culturais na Broadway nos anos 1900, prestando apoio à sua execução, assumindo os riscos e recebendo uma parte dos eventuais retornos financeiros¹⁷⁷. Porém, há quem afirme que uma forma embrionária do que seria a figura do Investidor-Anjo pode ser observada muito

¹⁷⁵ MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS NA REGIÃO METROPOLITANA DE PORTO ALEGRE. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 16, n. 1, p. 71-98, 13 fev. 2019. Associação Pro-Ensino Superior em Novo Hamburgo. <http://dx.doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>. p. 74.

¹⁷⁶ HERBST, KharenKelm; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. O investimento-anjo como instrumento de desenvolvimento econômico no Brasil. **Direito e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 10, n. 2, p. 241-255, 19 dez. 2019. **Cruzeiro do Sul Educacional**. <http://dx.doi.org/10.26843/direitoedesenvolvimento.v10i2.1127>. p. 243.

¹⁷⁷ MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS NA REGIÃO METROPOLITANA DE PORTO ALEGRE. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 16, n. 1, p. 71-98, 13 fev. 2019. Associação Pro-Ensino Superior em Novo Hamburgo. <http://dx.doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>. p. 74.

antes, em fatos que marcaram a história há muito tempo, como o financiamento obtido por Cristóvão Colombo com a rainha Isabella e o rei Fernando; a criação do Banco da Filadélfia (primeira corporação fundada com o apoio do congresso dos Estados Unidos), em 1781, que recebeu Investimento do rei Luís XVI; ou ainda quando Graham Bell recebeu Investimento de dois empresários para que pudesse fundar a Companhia Telefônica de Boston¹⁷⁸.

Para Baldasse e Crispim, o Investidor-Anjo é “um indivíduo que investe em empresas no seu primeiro estágio de desenvolvimento (seed), usualmente na fase de concepção do negócio ou no desenvolvimento do produto¹⁷⁹”. Mineiro, Miranda, Ottoboni e Pasin¹⁸⁰ apontam que os Investidores-Anjo são pessoas que possuem muito capital financeiro e social e que investem esse próprio capital em Startups, dedicando desde recursos financeiros até seu tempo de forma a guiar os novos empresários no gerenciamento da empresa nascente, contribuindo para que os desafios da fase inicial da empresa sejam superados e também construindo uma espécie de ponte entre a fase inicial da empresa e a busca por Investimentos maiores e mais estruturados.

Wetzel¹⁸¹, em 1983, descreveu o Investidor-Anjo como

Investidores que preenchem o que outros evitam no capital de risco, promovendo fundos de desenvolvimento para empreendedores de base tecnológica; capital inicial que não atinge os critérios de tamanho e crescimento para investidores profissionais de capital de risco

De fato, o Investimento-Anjo é uma alternativa que traz grandes benefícios, tanto para a Startup quanto ao próprio Investidor, visto que além do dinheiro arrecadado pela empresa, o Investidor contribui com o chamado “*smart*

¹⁷⁸ SOHL, Jeffrey. *The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments*. *Journal of Private Equity*. v. 6, n. 2, p.7-17, 2003. p. 03

¹⁷⁹ BALDASSI, D.; CRISPIM, S. FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO: SUPORTE PARA ROMPER AS BARREIRAS DE ENTRADA?. *Gestão & Regionalidade*, [S. l.], v. 25, n. 73, 2009. DOI: 10.13037/gr.vol25n73.153. Disponível em: https://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/153. Acesso em: 2 de maio de 2023. p. 105.

¹⁸⁰ MINEIRO, Andrea Costa *et al.* Investigação do potencial de um polo de inovação para a criação de uma rede de investidores anjos a partir de seu ecossistema empreendedor. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, Ribeirão Preto, v. 7, n. 1, p. 71-83, 11 mar. 2016. FUNDACE. <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v7i1.182>. p. 73.

¹⁸¹ WETZEL, William E. *Angels and Informal Risk Capital*. Sloan Management Review, 1983. p. 23

Money”, uma combinação de Recursos financeiros com o *know-how* e mentoria do empresário mais experiente para o principiante. O que contribui para a redução dos riscos de insucesso da Startup, diante da possibilidade de contar com mentorias e rede de contatos fornecidas pelo Investidor-Anjo. Do lado do Investidor, este observa a possibilidade de ampliar sua carteira de negócios sem correr riscos societários, tributários e trabalhistas enquanto a empresa ainda está em fase experimental¹⁸².

Apesar do elevado índice de Startups que são encerradas num período curto de existência, elas são o principal motivo para a movimentação de um grande mercado, chamado de Ecossistema de Inovação, que tem por finalidade contribuir para a criação e desenvolvimento de novas Startups¹⁸³. No que se refere ao Ecossistema de Inovação, importa destacar que este é composto por diversos *players*, como incubadoras, aceleradoras, fundos privados de Investimento, universidades, espaços de trabalho compartilhado (*coworking*), o governo e as próprias Startups.

No que se refere ao tamanho deste mercado, Machado¹⁸⁴ cita que em 2012 foram movimentados cerca de 533 milhões de reais, e em 2013 esse valor se aproximou da casa dos 2 bilhões de reais.

Fonseca¹⁸⁵ ressalta que o setor global de Investimentos privados em Startups atingiu a marca recorde de 125 bilhões de dólares durante o primeiro trimestre de 2021, “uma alta de 50% sobre o quarto trimestre de 2020, e um salto de 94% sobre o primeiro trimestre de 2020”. No Brasil, esses valores alcançam 10,71 bilhões de reais no primeiro trimestre de 2021, que corresponde a um crescimento

¹⁸² HERBST, KharenKelm; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. O investimento-anjo como instrumento de desenvolvimento econômico no Brasil. **Direito e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 10, n. 2, p. 241-255, 19 dez. 2019. Cruzeiro do Sul Educacional. <http://dx.doi.org/10.26843/direitoedesenvolvimento.v10i2.1127>. p. 243.

¹⁸³ SANTOS, Ana Patrícia Santana dos. **Startups digitais: a travessia na zona cinzenta**. 2016. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Ciências da Comunicação, Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/27/27152/tde-06032017-093922/publico/AnaPatriciaSantanadosSantosVC.pdf>. Acesso em: 30 maio 2023. p. 58

¹⁸⁴ MACHADO, Fábio Gimenez. **Investidor Anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. 172 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 33.

¹⁸⁵ FONSECA, Mariana. **Venture capital e privateequity batem recorde no mundo e no Brasil**. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/venture-capital-e-private-equity-batem-recorde-no-mundo-e-no-brasil-e-nao-so-por-cao-da-pandemia/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

de 88% sobre os 5,7 bilhões de reais referentes ao primeiro trimestre de 2020.

No primeiro trimestre de 2022, os fundos privados de Investimento movimentaram cerca de 1,7 bilhão de dólares apenas no Brasil, todavia, com o aumento na taxa de juros aplicadas ao redor do mundo, o valor investido no Brasil diminuiu consideravelmente, visto que, nos três primeiros meses de 2023, foram movimentados cerca de 247 milhões de dólares¹⁸⁶.

No que se refere ao Investimento-Anjo propriamente dito, Matias¹⁸⁷ aponta que, em 2019, o Brasil contava com mais de 8 mil Investidores-Anjo, os quais aportaram cerca de 1 bilhão de reais, com grande margem para expansão. Quanto a essa margem, a associação Anjos do Brasil¹⁸⁸ explica que o Investimento-Anjo no Brasil não chega a 1% do valor investido anualmente em Startups sediadas nos Estados Unidos, que somam cerca de 29 bilhões de dólares anualmente.

Quando analisado o modo de efetivação do Investimento-Anjo, Salama¹⁸⁹ destaca que não existe uma forma única de se formalizar o Investimento em uma Startup. Para ele, esse tipo de acordo “deve ser algo *Taylor made*. Talvez o maior desafio seja entender qual é o ponto de equilíbrio entre ingerência e responsabilidade” que atende ao interesse do Investidor, visto que alguns Investidores confiarão mais nos empresários que receberam o Investimento, deixando que estes atuem de forma mais livre e exercendo apenas um papel de conselheiro de Startup, enquanto outros preferem ter uma posição mais ativa na companhia.

Para se efetivar o Investimento, portanto, podem ser utilizadas as mais

¹⁸⁶ SOUZA, Leandro Miguel. **Aportes em startups brasileiras caem 86% no 1º trimestre**. 2023. Disponível em: <https://startups.com.br/mercado/aportes-em-startups-brasileiras-caem-86-no-1o-trimestre/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

¹⁸⁷ MATIAS, Eduardo Felipe. Fomentando Ecossistemas de Empreendedorismo Inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 13-44.p. 16.

¹⁸⁸ A Anjos do Brasil se descreve como “uma organização sem fins lucrativos com o objetivo de fomentar o crescimento do investimento anjo para o apoio ao empreendedorismo de inovação brasileiro”. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/>>. Acesso em 12 junho 2023.

¹⁸⁹ SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**: privateequity e venture capital. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p.. 17.

diversas formas contratuais, como a celebração de contrato de aquisição de participação societária; contrato de Investimento; acordo de cotistas; ou o mútuo conversível em participação societária, sobre os quais serão tecidas as considerações pertinentes no próximo tópico.

Macedo¹⁹⁰ evidencia que o ambiente tem o potencial de interferir diretamente na frequência e no montante investido. Dentre os pontos que mais se destacam, a redução da burocracia e a limitação de responsabilidade do Investidor recebem destaque quando são analisados os motivos que inviabilizam os Investimentos.

Quando se fala no ambiente, observa-se que a falta de incentivos fiscais voltados às Startups, somado à alta tributação dos eventuais ganhos auferidos a partir de um negócio que prosperou traz ainda mais instabilidade a todo Ecossistema de Inovação, o que faz com que os Investidores em potencial prefiram, em muitos casos, aplicar seu dinheiro em opções menos arriscadas¹⁹¹.

Vale destacar que o ponto mencionado por Macedo se encaixa com o raciocínio apresentado no primeiro capítulo, de que a regulamentação tem o potencial de incentivar ou desestimular determinada atividade.

Independentemente do contrato celebrado entre Startup e Investidor-Anjo, vale destacar que, costumeiramente, o seu principal interesse é vender a sua participação na empresa quando esta contar com uma avaliação e posição de mercado mais sólida, logo, mais valiosa. Por essa razão, o “investidor não é sócio e não ocupa nenhum cargo de administração”¹⁹². Em verdade, como já dito, o Investidor-Anjo ocupa, na administração da empresa, uma posição de conselheiro (ainda que o termo conselheiro não seja o mais adequado para o ambiente),

¹⁹⁰ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69.

¹⁹¹ MACHADO, Fernanda Rúbia. Análise dos Contratos de Participação do Investidor-Anjo sob a Ótica do Marco Legal das Startups e da LC 155/2016, In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69. p. 87.

¹⁹² MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69.

contribuindo com o desenvolvimento da Startup a partir de sua expertise. Por esse motivo, para melhor entender a posição do Investidor-Anjo perante a Startup, deve-se observá-lo como um credor da Startup e não um sócio da empresa.

Como visto, existem diversos fatores que interferem no processo de captação de Recursos por Startups, dentre os quais se destaca o Investimento-Anjo. Nesse contexto, pode-se ressaltar a insegurança jurídica quanto à posição do Investidor perante a Startup e a limitação da sua responsabilidade, as taxas de juros aplicadas no país, burocracia e questões tributárias.

Como forma de contribuir para a melhoria do Ecossistema de Inovação Brasileira, foi publicada a Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, também conhecida como Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, ou MLS. Tendo em vista o objetivo geral deste trabalho e o objetivo específico deste capítulo, no próximo tópico serão tecidas as considerações necessárias para a compreensão das modificações trazidas pelo MLS.

2.3 A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO A PARTIR DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS

Quando se trata de Startups, um dos pontos mais comuns de discussão é a questão da captação dos recursos necessários à sobrevivência da empresa, diante da vasta quantidade e de formas para a efetivação dos aportes, o potencial de retorno da empresa, além do Risco que os investidores correm ao formalizarem um Investimento¹⁹³.

Nesse contexto, o Marco Legal das Startups tem extrema relevância, visto que busca estabelecer “os princípios e as diretrizes para a atuação da administração pública” e “apresenta medidas de fomento ao ambiente de negócios e ao aumento da oferta de capital para Investimento em empreendedorismo inovador”, além de apresentar regras para a licitação e contratação dos produtos e/ou serviços

¹⁹³ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 68.

oferecidos pelas Startups à Administração Pública¹⁹⁴.

Dentre os princípios e diretrizes que pautam o MLS, destaca-se o “incentivo à constituição de ambientes favoráveis ao empreendedorismo inovador, com valorização da segurança jurídica e da liberdade contratual como premissas para a promoção do Investimento e do aumento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras”¹⁹⁵.

Como mencionado anteriormente, regras claras para o aporte de Recursos em Startups, a diminuição da burocracia e limites para a responsabilidade do Investidor-Anjo após o Investimento, além da delimitação de questões específicas são medidas que contribuem diretamente para o fomento de Startups. Nesse ponto, o MLS traz requisitos objetivos para a delimitação do que são as Startups e o Investimento-Anjo, por exemplo.

Quanto às Startups, o art. 4º do MLS¹⁹⁶ dispõe que “são enquadradas como Startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada ao modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados”. Os requisitos para que essas empresas possam se enquadrar nos benefícios concedidos às Startups estão descritos no quadro abaixo:

Forma Empresarial	Empresário individual; empresa individual de responsabilidade limitada; sociedades empresárias; sociedades cooperativas; sociedades simples.
-------------------	--

¹⁹⁴ Destaca-se que, além de trazer regras aplicáveis ao Investimento Anjo, o MLS regulamenta duas questões de grande relevância ao Ecossistema de Inovação, mas que não têm relação direta com o objetivo deste capítulo e, portanto, não serão abordadas a fundo: o sandbox regulatório e a contratação de Startups por parte do Estado.

¹⁹⁵ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

¹⁹⁶ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

Receita	até 16.000.000,00 no ano-calendário anterior, ou 1.333.334,00 mensais no ano-calendário anterior
Tempo de Inscrição	até 10 anos
Requisitos extra	Declaração de utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços; ou enquadramento no regime especial Inova Simples

Tabela 1: Requisitos para o enquadramento das Startups de Acordo com o MLS

O § 2º do mesmo artigo ainda determina que o prazo de dez anos citado no inciso II será contado com base no tempo de inscrição da empresa incorporadora, no caso de empresas decorrentes de incorporação; no maior tempo existente entre empresas fundidas, no caso de empresa resultante de fusão; já nos casos de cisão, será observado o tempo de inscrição da empresa cindida, quando a nova sociedade, ou da empresa que a absorver, na hipótese de transferência de patrimônio para a empresa existente¹⁹⁷.

Além dos critérios para que uma empresa possa ser caracterizada como Startup e, assim, receber os incentivos direcionados a essas empresas, o art. 2º dispõe que o Investidor-Anjo “não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes”¹⁹⁸.

Embora a Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, já dispusesse que o Investidor-Anjo não seria responsabilizado por dívidas da empresa, ainda havia entendimento jurisprudencial no sentido de que, em se tratando de um passivo trabalhista, oriundo de relações de consumo ou tributária, o

¹⁹⁷ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

¹⁹⁸ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

patrimônio do Investidor-Anjo poderia ser afetado para a liquidação da dívida¹⁹⁹. Ademais, havia a necessidade de se formalizar o Investimento-Anjo por meio do contrato de participação.

Apesar da redação da Lei Complementar nº 155 de 2016, o Ecossistema de Inovação ainda tinha uma grande insegurança em razão da possibilidade da desconsideração da personalidade jurídica para que o patrimônio do Investidor-Anjo fosse utilizado para saldar dívidas da Startup, o que aumentava o Risco das operações em geral.

Nesse caso, a redação do MLS, pacificou a questão, determinando que o Investidor-Anjo não pode ser responsabilizado pelas dívidas da companhia, independentemente da origem do crédito. Ressalvada as hipóteses em que for constatada alguma forma de fraude. Outro reflexo da redação do MLS é a impossibilidade do Investidor-Anjo agir em nome da Startup perante terceiros, colaboradores e a própria sociedade, não lhe sendo atribuída qualquer possibilidade de interferir na condução das atividades da empresa²⁰⁰.

No que tange à formalização do Investimento-Anjo, o MLS dispõe, no art. 5º, que este poderá ser realizado de diversas formas, sem que o valor aportado seja considerado integrante do capital social da empresa. Dentre as formas destacadas no MLS estão o contrato de opção de subscrição de ações ou quotas; contrato de opção de compra de ações ou de quotas; debênture conversível emitida pela empresa; contrato de mútuo conversível em participação societária; estruturação de sociedade em conta de participação; contrato de Investimento-Anjo; além de 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 empresa²⁰¹.

¹⁹⁹ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 70.

²⁰⁰ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 70.

²⁰¹ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei

A seguir, para que seja possível compreender as principais diferenças entre os modelos contratuais previstos, tecer-se-ão breves considerações sobre cada espécie de contrato citada pelo MLS, com destaque ao contrato de Investimento-Anjo propriamente dito.

2.3.1 Contrato de Opção de Subscrição de Ação ou Quota

Para a formalização deste contrato, a empresa que receberá o Investimento deve ter, em seu estatuto social, autorização específica para que ocorra o aumento do capital social da companhia, pressuposto dessa espécie de contrato, conforme dispõe o art. 168, § 3º, da Lei 6.404/1976²⁰²

No contrato, deverão estar previstas as condições básicas da negociação, como valores de emissão, forma de pagamento, vencimento das obrigações²⁰³.

Coelho²⁰⁴ destaca que a opção de subscrição se trata “de ato unilateral de vontade da pessoa interessada em se tornar titular da ação emitida”, assim, um ato irrevogável, que se diferencia da opção de compra de ações pela possibilidade de ser exigido pelo Investidor-Anjo aumento de capital por parte da Startup.

2.3.2 Contrato de Opção de Compra de Ação ou Quota

Como já foi observado, é comum que as Startups não tenham Recursos suficientes para a contratação de mão de obra de acordo com a necessidade da empresa. Nesses casos, é comum que, diante da impossibilidade de a empresa efetuar a contratação de determinada pessoa, seja-lhe oferecida uma participação societária, operação essa que é popularmente conhecida como *vesting*. Nessas situações, costuma-se realizar um contrato de opção de compra de ação ou quotas, no qual a pessoa que adquire essas quotas passa a fazer parte do corpo societário

Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

²⁰² BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Lei no 6.404**. Brasília, DF.

²⁰³ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 72

²⁰⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, volume 2: direito da empresa. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 137.

da empresa²⁰⁵.

Todavia, nada impede que essa espécie contratual seja também utilizada quando da captação de Recursos pela Startup, hipótese na qual o contrato receberá contornos específicos, geralmente estabelecendo que o Investidor fará a compra das ações ou quotas de acordo com as condições estabelecidas no momento de assinatura do contrato, como prazo para o exercício de compra da participação societária, além de indicadores dos objetivos estipulados e hipóteses para a antecipação do direito de compra.

Reis²⁰⁶ sustenta que, de modo diverso ao qual ocorreria se uma empresa tradicional firmasse um contrato desse tipo (em que o exercício da opção de compra ocorra perante o pagamento equivalente ao valor apurado das ações ou quotas pretendidas), em Startups, o valor pago para a compra dessa participação societária será simbólico, uma vez que o valor já foi repassado à empresa quando da assinatura do contrato.

2.3.3 Debênture Conversível em Participação Societária

O artigo 2º, inciso I e IV, da Lei 6.385, de 1976²⁰⁷ determina que uma debênture é um valor mobiliário, que garante ao seu titular o direito de crédito contra a empresa emissora. Por ser considerado um valor mobiliário, para que seja possível a emissão de debêntures, a empresa deverá se adequar às regras na Lei 6.404/76.

Com a emissão das debêntures, os investidores têm a possibilidade de exigir a conversão do seu crédito em participação societária quando os critérios estipulados na própria debênture forem alcançados, momento em que os investidores passarão a ser sócios da empresa, e fará com que seja necessário o

²⁰⁵ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 73

²⁰⁶ REIS, Edgar Vidigal de A. Startups: Análise de estruturas societárias e de investimentos no Brasil. São Paulo: Almedina, 2018. p. 106

²⁰⁷ BRASIL. Lei nº 6385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Lei no 6.385**. Brasília, DF,

aumento de capital da companhia²⁰⁸.

Existem diversas similitudes entre o Investimento realizado por meio de Debêntures conversíveis e o mútuo conversível, visto que em ambos os casos, o Investidor-Anjo ocupa uma posição de credor propriamente dito perante Startups, mas, no caso das debêntures, as regras para a sua emissão são muito mais detalhadas, havendo submissão à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e à Lei 6.404/76²⁰⁹.

2.3.4 Mútuo Conversível em Participação Societária

Como descrito acima, o Investimento firmado por meio de um contrato de mútuo conversível em participação em muito se assemelha àquele firmado por meio de debêntures conversíveis. Ainda que não seja um contrato com características exclusivas, se trata de uma das formas mais difundidas para a realização de Investimentos em Startups, em especial do Investimento-Anjo²¹⁰.

No que se refere às características do contrato de mútuo, vale destacar que se trata, essencialmente, de uma forma de empréstimo por parte do Investidor à Startup. A diferença, neste caso, está no fato de que contrato de mútuo que regulará o Investimento trará a disposição de que, ocorrendo determinada situação num período específico de tempo, o pagamento poderá ser efetuado por meio da conversão do saldo devido em participação societária, à escolha do credor²¹¹.

Assim sendo, destaca-se que o Código Civil²¹² regulamenta o contrato de mútuo entre os artigos 568 a 592. Lá, é possível observar que o mútuo nada mais é

²⁰⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, volume 2: direito da empresa. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 168.

²⁰⁹ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 75.

²¹⁰ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 76.

²¹¹ SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**: privateequity e venture capital. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023. p. 35-36

²¹² BRASIL. Lei nº 10406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Lei Nº 10.406**. Brasília, DF.

do que o empréstimo de coisa fungível, que obriga o mutuário a restituir o mutuante com coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Por esse motivo, Gonçalves²¹³ afirma que a conversão do valor emprestado descaracterizaria o instituto do mútuo, uma vez que o pagamento não será efetuado com coisa da mesma natureza, qualidade e quantidade da emprestada. Apesar da crítica, a própria legislação permite a utilização deste modelo contratual para a formalização do Investimento.

Por se tratar de uma forma contratual que garante grande liberdade às partes, este vem se mostrando o meio mais utilizado para a formalização do Investimento-Anjo no Brasil²¹⁴.

2.3.5 Estruturação de Sociedade em Conta de Participação

A efetivação de um Investimento-Anjo por meio da estruturação de uma sociedade em conta de participação depende da constituição desse tipo empresarial. Uma vez constituída, o Investidor figurará como sócio participante e realizará os aportes devidos à Startup perante a sociedade em conta de participação, que será administrada pela Startup, que assumirá a posição de sócia ostensiva e exercerá diretamente todas as atividades referentes à empresa²¹⁵.

Essa modalidade de contrato preserva em anonimato a figura do Investidor-Anjo, que participará tão somente dos resultados da empresa, além de garantir a independência da Startup.

Por se tratar de uma sociedade despersonalizada, a formalização do Investimento por meio desta espécie contratual independe do cumprimento de formalidades legais para a constituição da empresa. Ainda assim, se faz necessária a inscrição da sociedade em conta de participação no Cadastro Nacional de Pessoa

²¹³ GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro: Vol. 3 Contrato e Atos Unilaterais*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 355.

²¹⁴ MACHADO, Fernanda Rúbia. *Análise dos Contratos de Participação do Investidor-Anjo sob a Ótica do Marco Legal das Startups e da LC 155/2016*, In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69. p. 94

²¹⁵ MACEDO, Evelyn Tamy. *Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups*. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 75.

Jurídica (CNPJ)²¹⁶.

2.3.6 Contrato de Investimento-Anjo

Até 2016, quando foi publicada a Lei complementar 155/2016, não havia, no Brasil, uma legislação específica sobre o Investimento-Anjo, de modo que as operações desse tipo se utilizavam das opções existentes para viabilizar os Investimentos desejados. Ocorre que, naquela situação, era comum que os Investidores-Anjo fossem efetivados como sócios das Startups, o que lhes determinava não apenas a participação nos lucros da empresa, mas também os riscos de todo o negócio²¹⁷.

A partir da vigência da Lei Complementar 155/2016, que teve início em 1º de janeiro de 2017, os Investidores passaram a ter proteção legal em relação ao capital investido, enquanto não participassem da gestão da empresa. Para tanto, era necessária a elaboração de um contrato de participação com prazo não superior a sete anos, que possibilitaria o aporte de capital por meio de pessoa física ou jurídica²¹⁸.

A partir da formalização do contrato de participação, o Investidor-Anjo estaria protegido contra eventual pedido de desconsideração da personalidade jurídica, além de não ser considerado sócio da empresa e não ter direito de gerência e poderia ser remunerado por seus aportes, de acordo com os termos do contrato. Além disso, o capital investido deixou de fazer parte do capital social observado para fins de enquadramento da Startup como microempresa ou empresa de pequeno porte e não mais interferiu no acesso dessas empresas ao programa Simples

²¹⁶ MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 75.

²¹⁷ MACHADO, Fernanda Rúbia. Análise dos Contratos de Participação do Investidor-Anjo sob a Ótica do Marco Legal das Startups e da LC 155/2016, In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69. p. 88.

²¹⁸ BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991.. **Lei Complementar Nº 155**. Brasília, DF.

Nacional.²¹⁹

O contrato de participação foi a forma juridicamente válida de se efetivar um Investimento-Anjo até a publicação do MLS, que abriu a possibilidade de formalização dos Investimentos a partir da modificação da Lei Complementar 123/2006.

A partir da publicação do MLS, passou-se a admitir o aporte de valores por meio de fundos de Investimento (art. 61-A, §2º); já o art. 61-A, §4º, I, passou a ter a seguinte redação “não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual”; também foi permitida a estipulação de uma remuneração periódica ao Investidor-Anjo (que não poderá ultrapassar o período de sete anos) bem como a possibilidade de prever a conversão do aporte em participação societária.²²⁰

Machado²²¹ destaca que, de acordo com o texto do MLS, para que a Startup e o Investidor-Anjo possam ter toda a proteção estipulada na Lei Complementar 123/2006, será necessária a formalização de um contrato de participação, o que permite menor liberdade contratual às partes. Todavia, como a própria lei permite que outras formas contratuais sejam utilizadas para a captação de Recursos por parte de Startups, verifica-se, apenas, que os limites da operação deverão estar dispostos em contrato.

O quadro a seguir elenca os principais destaques referentes às espécies contratuais antes apontadas.

²¹⁹ BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991.. **Lei Complementar Nº 155**. Brasília, DF.

²²⁰ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. **Lei Complementar Nº 182**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

²²¹ MACHADO, Fernanda Rúbia. Análise dos Contratos de Participação do Investidor-Anjo sob a Ótica do Marco Legal das Startups e da LC 155/2016, In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83. p. 69. p. 88.

Espécie Contratual	Características Básicas
Contrato de Opção de Subscrição de Ações ou Quotas	Necessidade de previsão expressa no contrato social ou estatuto para o aumento de capital social da companhia
Contrato de Opção de Compra de Ações ou de Quotas	Aquisição de participação societária por pessoa interessada.
Debênture Conversível Emitida pela Empresa	Direito creditório emitido pela empresa, com possibilidade de conversão em participação societária. Necessidade de submissão às regras previstas pela CVM.
Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária	Meio mais utilizado para a formalização de Investimento-Anjo no Brasil. Trata-se de empréstimo de dinheiro à empresa, com a estipulação de que o pagamento da dívida poderá ser feito por meio de participação societária.
Sociedade em Conta de Participação	Depende da constituição de uma empresa própria, na qual o Investidor-Anjo figurará como sócio culto e a Startup será a sócia ostensiva. Mantém o anonimato do Investidor e a Autonomia da Startup
Contrato de Investimento-Anjo	Formalizado por meio de um contrato de participação. Garante menor liberdade de pactuação às partes, com prazos e regras específicas estabelecidas em lei.

Tabela 2 Instrumentos Contratuais

Apesar de o MLS permitir grande liberdade contratual às partes, um ponto era bastante esperado por aqueles que faziam parte do Ecossistema de Inovação: a possibilidade de compensar as perdas e ganhos com os Investimentos realizados perante as Startups, que estava previsto no artigo 7º do MLS²²².

Além da possibilidade de compensação das perdas com os ganhos efetivados por meio de Investimentos em Startups, havia a possibilidade de o Investidor realizar a escolha de quais Investimentos seriam utilizados na

²²² VIEIRA, Lucas Bezerra; QUEIROZ, Jules. **Veto à compensação entre perdas e ganhos com startups deve ser derrubado**. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jun-12/opiniaoveto-presidencial-marco-startups-derrubado>. Acesso em: 15 jun. 2023.

contabilização do imposto pelo ganho de capital e que a escolha pela compensação de uma eventual perda implicaria na remissão da dívida da Startup²²³.

No ponto, Bezerra e Queiroz²²⁴ afirmam que essa lógica de compensar as perdas e os ganhos com os Investimentos em Startups é similar àquela aplicada para fins de tributação sobre aplicações de renda variável, calculada a partir da diferença entre os lucros obtidos com o ganho de capital, os custos operacionais e prejuízos sofridos.

Todavia, apesar de reconhecer “a boa intenção do legislador ao criar benefícios de natureza tributária”, a Presidência da República à época resolveu vetar o dispositivo sob a justificativa de que:

a medida encontra óbice jurídico por acarretar renúncia de receitas sem apresentação da estimativa do impacto orçamentário e financeiro e das medidas compensatórias, em violação ao disposto no art. 113 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, no art. 14 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal, e nos art. 125 e art.126 da Lei nº 14.116, de 31 de dezembro de 2020 - Lei de Diretrizes Orçamentárias 2021.

Ademais, a propositura legislativa incorre na inobservância ao disposto no art. 137 da Lei nº 14.116, de 2020 - Lei de Diretrizes Orçamentárias 2021, que estabelece que as proposições legislativas que concedam benefícios tributários devem conter cláusula de vigência de, no máximo, cinco anos.

Por fim, a propositura legislativa está em descompasso com a diretriz constante do art. 4º da Emenda Constitucional nº 109, de 15 de

²²³ Íntegra do art. 7º do MLS: Art. 7º No caso do investidor pessoa física, para fins de apuração e de pagamento do imposto sobre o ganho de capital, as perdas incorridas nas operações com os instrumentos de que trata o art. 5º desta Lei Complementar poderão compor o custo de aquisição para fins de apuração dos ganhos de capital auferidos com venda das participações societárias convertidas em decorrência do investimento em startup.

§ 1º O investidor poderá escolher quais investimentos em startup realizados previamente ao ganho de capital ele utilizará no custo de aquisição.

§ 2º A utilização dos valores no custo de aquisição a que se refere este artigo para fins de ganho de capital implica remissão da dívida da startup.

§ 3º A utilização dos valores no custo de aquisição a que se refere o caput deste artigo somente poderá ser realizada com os instrumentos de que trata o art. 5º desta Lei Complementar e desde que celebrados a partir da entrada em vigência desta Lei Complementar BRASIL. Jair Messias Bolsonaro. Presidência da República. **MENSAGEM Nº 236, DE 1º DE JUNHO DE 2021**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Msg/VEP/VEP-236.htm. Acesso em: 15 jun. 2023.

²²⁴ VIEIRA, Lucas Bezerra; QUEIROZ, Jules. **Veto à compensação entre perdas e ganhos com startups deve ser derrubado**. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jun-12/opiniaoveto-presidencial-marco-startups-derrubado>. Acesso em: 15 jun. 2023.

março de 2021, que estabelece a necessidade de redução gradual dos incentivos e benefícios federais de natureza tributária existentes, conforme os parâmetros determinados no referido artigo²²⁵.

À época do veto, a ABSTARTUPS veiculou uma carta aberta²²⁶ defendendo a sua derrubada, sob a justificativa de que a possibilidade de compensar as perdas com os ganhos obtidos a partir do Investimento-Anjo estimularia essa modalidade de Investimento, diante da diminuição do risco do Investimento.

Todavia, em que pese uma considerável movimentação por parte dos *players*²²⁷ do Ecossistema de Inovação, o Congresso Nacional no dia 28 de abril de 2022, manteve o veto presidencial ao art. 7º do MLS²²⁸, de modo que, atualmente, os tributos pagos pelos Investidores-Anjo no Brasil sejam calculados a partir de toda operação que lhe dê algum aumento de capital, independentemente de eventuais prejuízos percebidos a partir de outros Investimentos de mesma natureza.

Este capítulo teve o objetivo de apresentar o surgimento das Startups, o seu conceito e as suas características básicas, bem como a sua relação com o Investidor-Anjo e, por fim, o cenário regulatório desse tipo de Investimento no Brasil.

No próximo capítulo, buscar-se-á traçar um paralelo entre a AED e a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS, a fim de que seja verificado se tal legislação contribui com o desenvolvimento do Ecossistema Inovador no país.

²²⁵ BRASIL. Jair Messias Bolsonaro. Presidência da República. **MENSAGEM Nº 236, DE 1º DE JUNHO DE 2021**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Msg/VEP/VEP-236.htm. Acesso em: 15 jun. 2023.

²²⁶ FELIPE MATOS (São Paulo). Presidente da Abstartups. **Carta Aberta da Abstartups sobre alterações importantes no Marco Legal das Startups**. 2021. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/12/Carta-Aberta-da-Abstartups-sobre-o-veto-25_2021-referente-ao-Art.-7-do-Marco-Legal-das-Startups-.pdf. Acesso em: 15 jun. 2023.

²²⁷ Nesse contexto, o termo pode ser entendido como “membros”

²²⁸ CARMEN, Gabriela del. **Governo mantém veto ao Art. 7 do Marco Legal das Startups**. Disponível em: <https://startups.com.br/noticias/governo-mantem-veto-ao-art-7-do-marco-legal-das-startups/#:~:text=O%20Congresso%20Nacional%20votou%20na,que%20tenham%20apurado%20em%20outros..> Acesso em: 15 jun. 2023.

Capítulo 3

AREGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO E A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Pretende-se analisar nesta dissertação se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no Marco Legal das Startups contribui para o desenvolvimento das Startups no Brasil. Para tanto, o texto foi dividido em três capítulos, que correspondem aos objetivos específicos elencados como forma de atingir o geral. No primeiro capítulo foi apresentada a AED e em quais pressupostos essa teoria jurídica se embasa.

Por sua vez, o segundo capítulo, serviu para contextualizar a situação na qual surgem as Startups e como são definidas, bem como para compreender a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS.

Neste último capítulo, os temas abordados nos dois capítulos anteriores serão unidos, de modo que, a partir da ótica da AED, seja possível apontar se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS contribui para o desenvolvimento de Startups no Brasil.

3.1 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E A REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO

Como visto no primeiro capítulo, a AED possui caráter instrumental e, portanto, pode ser utilizada em diversos momentos. Neste trabalho, destaca-se o momento de formação da norma, em que a AED serve para identificar como a norma pode ser mais Eficiente e, depois de sua criação, como forma de se analisar a eficiência gerada a partir da legislação criada.

Em qualquer situação, a utilização de critérios econômicos como forma de observação do fenômeno jurídico pressupõe a identificação das partes que compõem determinada relação e os seus interesses. A partir dessa identificação, é possível verificar os Custos de Transação existentes e, assim utilizar da norma jurídica tanto como forma de incentivar a ocorrência de determinada situação quanto os reflexos da regulamentação criada.

Para tanto, a AED depende de critérios objetivos, o que deriva da sua base Pragmática. Isso significa que à AED importam os dados e o resultado prático que se pretende atingir ou que foram atingidos a partir da norma. Desse modo, é possível agir com cautela e tomar decisões com base em dados concretos, antecipar as possíveis interferências que possam existir.

No caso da regulamentação do Investimento-Anjo, é possível identificar três partes com interesses nessa relação: as Startups propriamente ditas, o Investidor e o Estado. Para que seja possível analisar se o MLS consegue aumentar a Eficiência dessa relação, primeiro, analisar-se-ão estes objetivos e, na sequência, como o MLS atua na questão dos Custos de Transação percebidos, para que seja possível afirmar se a legislação vigente torna a relação mais Eficiente e, por consequência, contribui com o desenvolvimento de Startups no Brasil.

3.1.1 O Interesse do Estado

A Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB) de 1988 é pautada em quatro objetivos fundamentais, quais sejam: a construção de uma sociedade justa e solidária; erradicação da pobreza e a marginalização, reduzindo as desigualdades sociais e regionais; a promoção do bem de todos, sem que haja qualquer espécie de preconceito; e a garantia do Desenvolvimento Nacional²²⁹.

Silva²³⁰ destaca que a Constituição de 1988 foi a primeira Constituição brasileira a apresentar, de forma específica, os objetivos do Estado Brasileiro, que, segundo o autor, devem ser entendidos como “a base das prestações positivas que venham a concretizar a democracia econômica, social e cultural”, ou seja, são a premissa a partir da qual todo o sistema normativo deve ser pensado e executado, tudo isso como forma de, em última instância, efetivar os fundamentos da República e garantir a dignidade da pessoa humana.

Tendo em vista o objetivo específico deste capítulo, dos quatro objetivos listados pela Constituição, destacar-se-á o de garantir o Desenvolvimento

²²⁹ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: Senado Federal, 2018.

²³⁰ SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 36. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 109.

Nacional, visto que, em uma primeira análise há clara sinergia entre Desenvolvimento Nacional e a geração de riqueza proveniente da atividade comercial.

Para que seja possível entender a distinção entre geração de riqueza e Desenvolvimento Nacional, faz-se necessário compreender o que significa de fato este último. Barbirra e Santos Neto²³¹ descrevem o objetivo do Desenvolvimento Nacional como um conceito jurídico indeterminado, visto que o termo, conforme previsto na Constituição, é vago. Nesse sentido, os autores destacam que a CRFB, além de estabelecer os limites do Estado, estabeleceu os objetivos que devem ser perseguidos pelos poderes da república e pela sociedade.

Grau²³² explica que o Desenvolvimento Nacional pode ser entendido a partir de duas correntes doutrinárias. A primeira, baseada no pensamento de Dworking, afirma que se trata de uma diretriz, enquanto a segunda, lastreada em Canotilho, defende que se trata de um princípio constitucional impositivo.

Quando entendido como diretriz, o Desenvolvimento Nacional faz com que as políticas públicas sejam direcionadas para o território nacional como um todo e não pensadas em uma dimensão local ou regional. Porém, se observado na lógica de um princípio constitucional impositivo, chega-se à conclusão de que se devem construir políticas públicas articuladas com a finalidade de efetivar o mandamento constitucional²³³.

O termo Desenvolvimento Nacional ainda pode ser entendido a partir de dois pontos de vista: o primeiro, quantitativo, refere-se ao crescimento econômico propriamente dito e o segundo, qualitativo, que se refere diretamente ao

²³¹ BAMBIRRA, Felipe Magalhães; SANTOS NETO, Arnaldo Bastos. O objetivo fundamental de “garantir o desenvolvimento nacional” na constituição federal de 1988: análise de um conceito jurídico indeterminado. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 241-259, 2017. Disponível em <<https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/7956/3674>>. Acesso em 28 de julho de 2023. p. 244.

²³² GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 210.

²³³ BAMBIRRA, Felipe Magalhães; SANTOS NETO, Arnaldo Bastos. O objetivo fundamental de “garantir o desenvolvimento nacional” na constituição federal de 1988: análise de um conceito jurídico indeterminado. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 241-259, 2017. Disponível em <<https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/7956/3674>>. Acesso em 28 de julho de 2023. p. 249.

desenvolvimento. Grau²³⁴ declara que “O processo de desenvolvimento deve levar a um salto, de uma estrutura social para outra, acompanhada da elevação do nível econômico e do nível cultural-intelectual comunitário”.

Bambirra e Santos Neto²³⁵ concluem que o Desenvolvimento Nacional deve ser sempre pensado de forma relacionada com os outros objetivos da CRFB e que a sua compreensão se dá a partir de uma zona positiva e uma zona negativa. Na zona positiva, o “Desenvolvimento Nacional deve ocorrer de forma sustentável, comandando a diminuição das desigualdades sociais e regionais, como forma de obtermos tanto uma sociedade mais harmônica quanto uma federação menos assimétrica e mais equilibrada”. Enquanto na zona negativa “o Desenvolvimento Nacional não deve ocorrer de forma unidimensional, surgindo à custa da destruição ambiental ou em detrimento da saúde e da segurança da classe trabalhadora”.

A relação entre Desenvolvimento Nacional e os outros objetivos expressos na CRFB feita por Bambirra e Santos Neto também é apontada por Garcia²³⁶, que entende o Desenvolvimento Nacional a partir de três dimensões: a social, a ambiental e a econômica.

A partir da compreensão de que o Estado Brasileiro, por meio de sua Constituição objetiva (ou seja, pretende) efetivar o seu Desenvolvimento Nacional e considerando, ainda, que o Desenvolvimento Nacional possui três eixos, é possível apontar que somente será possível a efetivação deste objetivo quando adotadas políticas públicas que fomentem o uso sustentável dos recursos, a redução das desigualdades sociais e que permitam a geração de riqueza²³⁷.

²³⁴ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 210-211.

²³⁵ BAMBIRRA, Felipe Magalhães; SANTOS NETO, Arnaldo Bastos. O objetivo fundamental de “garantir o desenvolvimento nacional” na constituição federal de 1988: análise de um conceito jurídico indeterminado. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 241-259, 2017. Disponível em < <https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/7956/3674>>. Acesso em 28 de julho de 2023. p. 258.

²³⁶ GARCIA, Denise Schmitt Siqueira Garcia. DIMENSÃO ECONÔMICA DA SUSTENTABILIDADE: uma análise com base na economia verde e a teoria do decrescimento. **Veredas do Direito**, v. 13, p. 133-153, 2016. p. 135.

²³⁷ WINTER, Luis Alexandre Carta; NASSIF, Rafael Carmezim. A Atuação das Empresas Transnacionais nos Países Emergentes: Desenvolvimento Nacional à luz da Ordem Econômica Constitucional. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v. 11, n. 1, ago. 2016. ISSN 2317-8558. Disponível em:

É possível observar, portanto, que, para a efetivação do Desenvolvimento Nacional, não basta apenas a observação de indicadores econômicos como o crescimento do produto interno bruto (PIB). Para Oliveira²³⁸, outros fatores, como o aumento do índice de desenvolvimento humano (IDH), tornam a verificação do desenvolvimento de um país mais eficiente, pois são baseados em indicadores econômicos e sociais, o que permite verificar quais campos necessitam da atenção do Estado.

Nesse sentido, vale destacar que, embora possua uma das maiores economias do mundo, a desigualdade social brasileira deixa clara a grande antinomia vivenciada pela população do Brasil. Vale ressaltar que, caso se analise apenas os indicadores da economia brasileira, pode-se ter a impressão de que o Brasil é um país bastante desenvolvido, resultado este que não se sustenta quando se faz uma análise aprofundada do país²³⁹.

No mesmo caminho, Salomão Filho²⁴⁰ aponta que o Desenvolvimento Nacional deve ser compreendido como um processo longo, composto por diversas fases e que não deve ser confundido com o mero “crescimento econômico”.

Nusdeo²⁴¹, por sua vez, complementa o ponto em debate, ao argumentar que somente quando a geração de riquezas ocorre em conjunto com profundas modificações na estrutura do país (as quais são consequência de mudanças de caráter não somente econômicas, mas também sociais, psicológicas e culturais), é que se efetiva o Desenvolvimento Nacional.

<<https://www.seer.ufrgs.br/ppgdir/article/view/58862>>. Acesso em: 02 set. 2021. doi:<https://doi.org/10.22456/2317-8558.58862>. p. 174.

²³⁸ OLIVEIRA, Bruno Bastos de et al. Arbitragem tributária: gatilho para racionalização do contencioso fiscal e a consequente promoção do desenvolvimento econômico nacional. 2018. p. 119.

²³⁹ WINTER, Luis Alexandre Carta; NASSIF, Rafael Carmezim. A Atuação das Empresas Transnacionais nos Países Emergentes: Desenvolvimento Nacional à luz da Ordem Econômica Constitucional. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v. 11, n. 1, ago. 2016. ISSN 2317-8558. Disponível em: <<https://www.seer.ufrgs.br/ppgdir/article/view/58862>>. Acesso em: 02 set. 2021. doi:<https://doi.org/10.22456/2317-8558.58862>. p. 183.

²⁴⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos**. 2 ed. São Paulo: Malheiros. 2008. p. 19.

²⁴¹ NUSDEO, Fabio. Desenvolvimento Econômico: Um Retrospecto e Algumas Perspectivas. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord). **Regulação e Desenvolvimento**. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 17.

Na mesma perspectiva, Oliveira²⁴² indica que o processo de desenvolvimento de uma nação é muito mais abrangente que o seu crescimento econômico. Para ele, apesar da notável importância de se observar os índices econômicos (como o PIB), a análise das estruturas sociais é fundamental, visto que o desenvolvimento decorre de profundas mudanças estruturais na sociedade e na economia.

Salomão Filho²⁴³ aponta que o desenvolvimento compreende um processo de autoconhecimento da sociedade como um todo, que resulta em maior inclusão social, processo este que o autor denomina “democracia econômica”.

Percebe-se uma grande diferença entre o puro crescimento econômico e o Desenvolvimento Nacional, uma vez que o Desenvolvimento Nacional decorre, além do crescimento econômico, da redução das barreiras causadas pela pobreza, tirania, falta de oportunidades econômicas e de distribuição social sistemática, negligência dos serviços públicos, ausência de programas sanitários, fragilidade dos sistemas de educação e assistência social, falta de instituições competentes para a manutenção da paz e da ordem²⁴⁴.

Nos últimos anos, a crise brasileira, que tem características econômicas, sociais e políticas, vem aprofundando ainda mais a desigualdade social vivenciada no país, que, como dito, apesar de figurar nas listas de maiores economias do mundo, parte da população ainda sofre com a falta de acesso aos serviços mínimos, como saneamento básico²⁴⁵, além do fato de o país ter voltado a figurar no mapa da fome da Organização das Nações Unidas (ONU)²⁴⁶.

²⁴² OLIVEIRA, Bruno Bastos de et al. Arbitragem tributária: gatilho para racionalização do contencioso fiscal e a conseqüente promoção do desenvolvimento econômico nacional. 2018. p. 119-120.

²⁴³ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos**. 2 ed. São Paulo: Malheiros. 2008. p. 19

²⁴⁴ FEITOSA, Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer. Direito Econômico da Energia e Direito Econômico do Desenvolvimento: Superando a Visão Tradicional. In: MAYER, Maria Luiza Pereira de Alencar; PEREIRA, Maria Maconiete Fernandes (Coord). **Direito Econômico da Energia e do Desenvolvimento: Ensaio Interdisciplinares**. São Paulo: Conceito Editorial, 2012. p. 33.

²⁴⁵ WINTER, Luis Alexandre Carta; NASSIF, Rafael Carmezim. A Atuação das Empresas Transnacionais nos Países Emergentes: Desenvolvimento Nacional à luz da Ordem Econômica Constitucional. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v. 11, n. 1, ago. 2016. ISSN 2317-8558. Disponível em:

Mais uma vez, verifica-se uma relação direta entre a promoção dos direitos sociais e humanos e o Desenvolvimento Nacional, em razão de que, sem a devida efetivação dos primeiros, a condição humana fica estagnada e, portanto, não ocorre a diminuição da pobreza, condição para o desenvolvimento do país²⁴⁷.

Apesar de não haver um caminho definitivo para que se chegue ao ponto de país desenvolvido²⁴⁸, o efetivo Desenvolvimento Nacional é fruto de um processo que deve contemplar o plano econômico e o social, maior que os dois planos de forma isolada²⁴⁹.

Em que pese a possibilidade de se afirmar que o Investimento em políticas sociais possa parecer contrário ao interesse econômico, Nusdeo²⁵⁰ afirma que a harmonização entre os dois campos é imprescindível à efetivação do Desenvolvimento Nacional.

No mesmo sentido, Oliveira²⁵¹ aponta que a CRFB determina a adoção um modelo econômico que esteja em acordo com os objetivos constitucionais, no qual a manutenção da estabilidade econômico-financeira se torne um ponto chave para a concretização do desenvolvimento idealizado pelo constituinte.

Observa-se, portanto, que, nos moldes constitucionais, o Desenvolvimento Nacional pressupõe a adoção de normas que possibilitem a geração de riqueza, além de políticas públicas de fomento à melhora na condição

<<https://www.seer.ufrgs.br/ppgdir/article/view/58862>>. Acesso em: 02 set. 2021. doi:<https://doi.org/10.22456/2317-8558.58862>. p. 183.

²⁴⁶ BRASIL. Aline Guedes. Agência Senado. **Retorno do Brasil ao Mapa da Fome da ONU preocupa senadores e estudiosos**. 2022. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/infomaterias/2022/10/retorno-do-brasil-ao-mapa-da-fome-da-onu-preocupa-senadores-e-estudiosos>. Acesso em: 31 ago. 2023.

²⁴⁷ FURTADO, Celso. **Desenvolvimento e Sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961. p. 27.

²⁴⁸ FURTADO, Celso. **Desenvolvimento e Sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961. p. 27.

²⁴⁹ ALCOFORADO, Fernando. **Globalização e Desenvolvimento**. São Paulo: Nobel, 2006. p. 40-41.

²⁵⁰ NUSDEO, Fabio. Desenvolvimento Econômico: Um Retrospecto e Algumas Perspectivas. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord). **Regulação e Desenvolvimento**. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 78.

²⁵¹ OLIVEIRA, Bruno Bastos de et al. Arbitragem tributária: gatilho para racionalização do contencioso fiscal e a consequente promoção do desenvolvimento econômico nacional. 2018. p. 128.

socioeconômica da população, as quais dependem diretamente dos recursos do Estado.

A ordem econômica prevista no artigo 170 e seguintes da CRFB dispõe que a iniciativa privada é quem gera riqueza, e sua atividade deve estar pautada em dois princípios: a função social da empresa e a livre concorrência e iniciativa. Esses dois princípios permitem concluir que, quando devidamente inseridas em um contexto no qual possam cumprir com sua função social, as empresas contribuem diretamente para o Desenvolvimento Nacional²⁵²²⁵³.

No segundo capítulo verificou-se que as Startups surgem no contexto da quarta revolução industrial, período marcado pela utilização de tecnologias disruptivas e grande alteração na estrutura socioeconômica mundial. Como características das Startups foi verificado que são empresas criadas em um ambiente de grande risco e que, desde a sua idealização, têm o objetivo de causar grande impacto no contexto que serão utilizadas, além do uso de tecnologias como forma de solucionar alguma deficiência do mercado.

Eduardo Matias²⁵⁴ aponta que a inovação tecnológica é uma força que transforma a sociedade e a economia de forma acelerada. Na era digital, é notável a capacidade das Startups em criar produtos e serviços disruptivos, com a adoção de modelos de negócios repetíveis e escaláveis, o que as permite crescer de forma exponencial, gerando riqueza em um ritmo superior ao de empresas tradicionais.

Quanto ao mercado de Startups, o segundo capítulo demonstrou que o Ecossistema de Startups faz parte de um mercado em ascensão não apenas no Brasil, mas no mundo como um todo, com Startups tendo, ano após ano, maior relevância no cenário econômico mundial.

²⁵² COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade e dos bens de produção. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n. 63, jul./ set. 1986. p. 76.

²⁵³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa**. v. 1. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 81.

²⁵⁴ MATIAS, Eduardo Felipe Pérez. Fomentando Ecossistemas de empreendedorismo inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe Pérez (org.). **Marco Legal das Startups: lei complementar 182/2021 e o fomento ao empreendedorismo inovador no Brasil**. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2021. p. 13

A partir do conceito de Startup apresentado no segundo capítulo e nos requisitos do art. 4º do MLS, percebe-se que essas fazem parte do grupo das pequenas empresas, as quais representam a maior parte das empresas brasileiras. De acordo com dados apresentados pelo SEBRAE²⁵⁵, em 2012, as micro e pequenas empresas eram responsáveis por mais da metade dos empregos formais no Brasil e correspondiam a mais de 90% do total dos estabelecimentos existentes no país. Lorga²⁵⁶ destaca que, no mesmo período, a sua receita correspondeu a 20% do PIB nacional.

Na versão mais atualizada do mesmo estudo, publicada com base nos dados de 2018, o Brasil somava 7.141.534 micro e pequenas empresas, o que corresponde a 99% da quantidade total existente no país²⁵⁷, dentre as quais se incluem as Startups.

Quando analisados os dados das Startups de forma isolada, como feito no segundo capítulo, percebe-se que a quantidade de Startups no Brasil vem crescendo ano após ano, bem como o mercado relacionado a essas empresas. Não se pode negar, portanto, a capacidade econômica elevada das startups²⁵⁸. Ocorre que não é apenas no campo econômico que estas têm destaque, visto que também geram empregos e, em muitos casos, tendem a resolver problemas socioambientais²⁵⁹.

²⁵⁵ SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. MARCO AURÉLIO BEDÉ. **Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa**. 2012. Disponível em: https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario%20do%20Trabalho%20Na%20Micro%20e%20Pequena%20Empresa_2012.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023. p. 187.

²⁵⁶ LORGA, Marco Antonio. DIREITO EMPRESARIAL E DESENVOLVIMENTO SOCIAL: políticas públicas para micro e pequenas empresas. **Revista Jurídica**, Curitiba, v. 2, n. 29, p. 212-227, jun. 2012. Semestral. Disponível em: <https://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/521>. Acesso em: 31 ago. 2023. p.222

²⁵⁷ PAULO JORGE DE PAIVA FONSECA (Sebrae - Serviço Brasileiro de Apoio Às Micro e Pequenas Empresas) (org.). **Anuário do Trabalho nos Pequenos Negócios**. 2018. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/anuario/2018/anuarioPequenoNegocio2018.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2023. p. 27-28.

²⁵⁸ MATIAS, Eduardo Felipe Pérez. Fomentando Ecossistemas de empreendedorismo inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe Pérez (org.). **Marco Legal das Startups: lei complementar 182/2021 e o fomento ao empreendedorismo inovador no Brasil**. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2021. p. 17.

²⁵⁹ PORTELLA, Thalia Roberta de Souza; SERAFIM, Andrea Bier. STARTUPS DE IMPACTO SOCIAL DO PARANÁ. **Caderno Paic**, Curitiba, v. 22, n. 1, 28 out. 2020. Disponível em:

As Startups são reconhecidas como vetor do Desenvolvimento Nacional pelo próprio MLS²⁶⁰, o que torna claro o interesse do Estado no fomento à criação e desenvolvimento de Startups no país, visto que elas contribuem de forma direta na melhora dos índices econômicos. Ademais, considerando que a partir da atividade econômica desempenhada por Startups, o Estado também recolherá tributos que auxiliam na manutenção das políticas públicas e demais deveres impostos pela própria CRFB.

No primeiro Capítulo foi observado que, na lógica da AED, isso significa dizer que as relações de troca existentes estão baseadas na lógica da maximização da riqueza e, logo, cada estímulo por parte do Estado terá uma consequência prática. Nesse cenário, a utilização dos pressupostos da AED permite utilizar-se do Direito como instrumento para incentivar determinadas atividades e conquistar determinados objetivos²⁶¹.

A compreensão dos pressupostos da AED permite concluir que um arranjo Eficiente das normas aplicáveis às Startups deve tornar menor Custos percebidos entre as Startups e os Investidores-Anjo, criando, assim, um cenário que incentiva a ocorrência desse tipo de Investimento.

Como visto no Segundo Capítulo, o Investimento-Anjo é fundamental para que a Startup possa se desenvolver, o que faz com que, diante do objetivo de Desenvolvimento Nacional, um sistema jurídico que permita o aumento no volume de Investimentos-Anjo realizados no país interesse diretamente ao Estado.

3.1.2 O Interesse Das Startups e do Investidor-Anjo

Motivo de análise, no segundo capítulo, evidenciou-se que as Startups são empresas que ainda se encontram em um estágio inicial, caracterizado pelo risco da operação e incerteza do mercado, mas com a possibilidade de retorno

<https://cadernopaic.fae.emnuvens.com.br/cadernopaic/article/view/453>. Acesso em: 10 out. 2022.p. 12

²⁶⁰ Art. 3º Esta Lei Complementar é pautada pelos seguintes princípios e diretrizes:

I - reconhecimento do empreendedorismo inovador como vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental; [...].

²⁶¹ NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, Vol 84, No. 3, jun. 1994, p. 360

elevado. Além disso, o uso de tecnologia na base do seu produto ou serviço e intenção de causar impacto no contexto que ela atua são outras características das Startups.

Ainda que haja possibilidade de rendimentos elevados por parte das Startups, foi observado que cerca de 30% dessas empresas são descontinuadas antes de completarem um ano de existência e que aproximadamente 75% não duram mais de 13 anos²⁶², o que atesta o elevado risco da sua atividade e afasta a possibilidade de obtenção de recursos por meios tradicionais, como os bancos. Aqui se pode observar o interesse primordial das Startups: manter a sua atividade.

Diante da impossibilidade de contratação de crédito por meio de bancos comuns e da necessidade de recursos para a continuidade e expansão da atividade econômica desempenhada pelas Startups, o próprio mercado se organizou de uma forma que as deficiências sentidas pelas Startups fossem supridas por investidores privados que conseguem suportar o risco e auxiliar o desenvolvimento da Startup, chamados Investidores-Anjo, pessoas que possuem experiência sobre o produto e/ou mercado relacionado com a Startup investida.

O Investimento-Anjo é feito, em grande parte, a partir do aporte em dinheiro, mentoria e suporte com rede de contatos, além de outros auxílios que o caso concreto considere essencial, como espaço físico para trabalho e feedbacks sobre o projeto²⁶³, contribuições fundamentais para que a Startup possa desenvolver a sua atividade. Percebe-se, assim, o interesse das Startups em captar o Investimento-Anjo, que, em muitos casos, é uma condição para a continuidade da empresa, o aprimoramento das atividades e crescimento do negócio.

²⁶² NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.. **Nova Lima**, [s. l.], v. 9, n. 25, p. 26-33, fev. 2015. Trimestral. Disponível em: <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>. Acesso em: 05 jun. 2023. p. 28.

²⁶³ MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS NA REGIÃO METROPOLITANA DE PORTO ALEGRE. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 16, n. 1, p. 71-98, 13 fev. 2019. Associação Pro-Ensino Superior em Novo Hamburgo. <http://dx.doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>. p. 95

Já no que se refere à figura do Investidor-Anjo, notou-se que sua origem remete aos tempos em que investidores privados absorviam os riscos relacionados às produções culturais da década de 1900 e auxiliando na sua execução, com o objetivo de receber uma parte do lucro eventualmente obtido²⁶⁴. Apesar da clara distinção entre Startups e peças culturais do início do século passado, a lógica por trás do Investimento-Anjo é basicamente a mesma: uma pessoa, que detém conhecimento sobre um determinado mercado e que tem dinheiro suficiente para suportar o risco da operação, se dispõe a auxiliar na empreitada de fazer com que a empresa consiga aprimorar o seu produto e/ou processos internos e, partir disso, conseguir um retorno financeiro maior que aquele aportado inicialmente na empresa.

Figueiras²⁶⁵ considera que, em essência, o Investimento-Anjo é uma forma de financiamento empresarial, no qual o Investidor adquire ou subscreve uma parte do capital da empresa por um tempo determinado. A formalização do Investimento, além de possibilitar o financiamento da empresa, tem duas consequências: maior proximidade entre o Investidor-Anjo e a Startup, quando comparada com outras formas de financiamento, e a assunção do risco da operação por parte do Investidor que, junto com os outros participantes da Startup visa ao crescimento da empresa e, logo, do capital investido.

Diante das características do Investimento-Anjo, observa-se que, partindo do Investimento, este passa a ser acionista da empresa e, portanto, o retorno do capital aportado dependerá de ganhos de capital, geralmente obtidos a partir do sucesso da empresa²⁶⁶.

²⁶⁴ MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS NA REGIÃO METROPOLITANA DE PORTO ALEGRE. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 16, n. 1, p. 71-98, 13 fev. 2019. Associação Pro-Ensino Superior em Novo Hamburgo. <http://dx.doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>. p. 74.

²⁶⁵ FIGUEIRAS, Juliana Isabel Faria. **O Investimento em Capital de Risco: os conflitos de interesses e os seus remédios**. 2022. 54 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/40924/1/203156269.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2023. p.12

²⁶⁶ TITERICZ, Ricardo. **CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO**. 2003. 80 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia de Produção, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina,

Assim como qualquer outra espécie de financiamento empresarial, o Investidor-Anjo tem como principal interesse a maximização do capital inicialmente aportado, porém o Investimento-Anjo se difere diante da maior proximidade entre Investidor e empresa, isso faz com que, no caso do Investimento-Anjo, haja também o interesse do Investidor pelo contato com a rotina e nas atividades desempenhadas pela empresa²⁶⁷.

É a partir dessa compreensão que se torna possível verificar se a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS garante mais Eficiência a essa relação. Para tanto, uma vez verificados os interesses por detrás, importa observar quais os Custos percebidos pelas partes e qual a interferência do MLS nesses Custos.

No caso do Investimento-Anjo, há que se observar que os Custos percebidos pelo Investidor não estão relacionados de forma exclusiva com a Startup, mas também com o cenário de Investimentos como um todo, de forma que cabe ao Investidor escolher entre Investir seus recursos em uma Startup como Investidor-Anjo ou em outras formas de Investimento, como na compra de ações na bolsa de valores, bancos tradicionais e até na criação de uma empresa no modelo tradicional.

A AED ensina que o indivíduo age de modo que os seus interesses sejam atendidos da forma mais Eficiente. O aumento ou a diminuição dos Custos percebidos entre os diversos tipos de Investimento tem, portanto, o potencial de influenciar na escolha do tipo de Investimento que será mais buscado pelos Investidores, tornando inviável o prosseguimento de uma negociação e potencializando outra.

No caso do Investimento em Startups, até a publicação do MLS, além do risco inerente a qualquer tipo de Investimento, existiam alguns Custos extras, já

Florianópolis, 2003. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/85718/231572.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 10 set. 2023. p. 22.

²⁶⁷ FIGUEIRAS, Juliana Isabel Faria. **O Investimento em Capital de Risco: os conflitos de interesses e os seus remédios.** 2022. 54 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/40924/1/203156269.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2023. p. 48.

que a legislação brasileira prevê hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica (quando o patrimônio dos sócios é usado como forma de quitar dívidas originadas a partir da atividade da empresa). Como o Investidor-Anjo passa, em tese, a ser sócio da empresa, ainda que exista uma distância teórica entre ele e as pessoas que criaram a Startup, em alguns casos, o risco de desconsideração da personalidade jurídica da Startup expunha todo o patrimônio do Investidor²⁶⁸ e, por conseguinte, era observado como um Custo perante os possíveis Investidores.

Esse risco perdurou até a publicação da Lei Complementar nº 155/2016, que, apesar de mitigar os riscos aos quais o Investidor-Anjo se expunha, ainda deixava algumas brechas para que o seu patrimônio fosse afetado em situações como litígios decorrentes de relações de consumo, trabalhistas e tributárias, visto que o Investidor somente estaria protegido se o Investimento fosse realizado a partir do contrato de participação²⁶⁹.

Nesse ponto, a partir da publicação do MLS, o Congresso Nacional praticamente extinguiu esse Custo, pois o seu texto é claro ao afirmar que o Investidor não será considerado sócio nem acionista da empresa e tampouco responderá por qualquer dívida da empresa, seja em caso de recuperação judicial, dívida trabalhista ou tributária, ressalvados apenas os casos em que for constatado dolo, fraude ou simulação²⁷⁰.

O MLS traz, portanto, uma proteção mais robusta à figura do Investidor-Anjo, já que limita a possibilidade de desconsideração da personalidade

²⁶⁸ SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **OS RISCOS DO INVESTIDOR-ANJO NOS CONTRATOS CONVERSÍVEIS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**. 2019. 109 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado Profissional, Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em:

https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/27289/Monografia_190326_Monografia%20-%20Emanuel%20Lima_sem%20marcas.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 27 ago. 2023. p. 95.

²⁶⁹ MAIA, Torben Fernandes; SILVA JUNIOR, Paulo Antônio Maia e; NÓBREGA, José Cândido da Silva; BEZERRA NETO, Francisco das Chagas. Riscos do investidor-anjo e limites de sua responsabilidade em startups. **Research, Society And Development**, [S.L.], v. 10, n. 6, p. 1-14, 2 jun. 2021. Research, Society and Development. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.33448/rsd-v10i6.13809>. Acesso em: 20 nov. 2023. p. 10.

²⁷⁰ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182, de 1º de Junho de 2021**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

jurídica e condiciona à comprovação da ocorrência de dolo, simulação ou fraude, independentemente do instrumento utilizado no momento de formalização do Investimento.

Quando analisado a partir do exposto por Coase²⁷¹, percebe-se que a proteção do patrimônio do Investidor-Anjo feita pelo MLS acarreta na diminuição de um dos principais Custos percebidos pelos Investidores, o que, na lógica da AED, consiste num ganho de Eficiência e um estímulo à captação de Investimento-Anjo por parte das Startups.

Da leitura de Posner²⁷², também é possível observar que a proteção do patrimônio do Investidor-Anjo pelo MLS é mais Eficiente que a situação anterior, visto que, agora, as situações em que o patrimônio do Investidor é exposto estão mais bem delimitadas na legislação, o que aumenta a previsibilidade das partes que formalizarão o Investimento.

Além da proteção do patrimônio da pessoa do Investidor, o MLS alterou a Lei Complementar nº123/2006 para estabelecer um prazo mínimo de dois anos para que o direito de resgate seja exercido, além de possibilitar que o Investidor seja remunerado pelos seus aportes pelo prazo máximo de sete anos²⁷³. Nesse ponto, pode-se perceber uma proteção à Startup, que passa a ter um prazo mínimo para que o Investidor lhe solicite o resgate do valor investido.

A estipulação desse prazo mínimo, além de preservar a Startup, não necessariamente faz com que os Custos percebidos pelo Investidor-Anjo sejam aumentados, uma vez que, apesar do prazo para resgate, o contrato firmado pode estabelecer uma remuneração ao Investidor, o que mitiga o eventual Custo criado.

²⁷¹ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Chicago: Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 13

²⁷² POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 4.

²⁷³ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. **Lei Complementar Nº 182, de 1º de Junho de 2021**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

Diante do interesse do investidor, qual seja, acumular capital a partir dos Investimentos realizados, é possível verificar que a alocação dos seus recursos se dará a partir da observação de quais Investimentos poderão lhe trazer melhores resultados, de modo que o Investimento-Anjo “compita” com diversas outras formas de Investimento, como a compra de ações na Bolsa de Valores de; os Investimentos realizados junto a bancos privados, além de inúmeras outras formas de Investimento que possam existir.

No cenário de competição existente entre as Startups que buscam por Investimento-Anjo e outras formas de Investimento, a AED ensina que, no cenário de escassez, as pessoas agem de forma a maximizar a utilidade de um recurso, de modo que a opção de um Investidor em alocar seus recursos será tomada também a partir da análise dos Custos existentes entre as diversas formas de Investimento.

Nesse ponto, vale notar que o número de brasileiros devidamente cadastrados junto à Bolsa de Valores Brasileira vem crescendo ano após ano. No ano de 2020, por exemplo, eram cerca de 3 milhões²⁷⁴; já em 2023, são 5,3 milhões de pessoas que investem em renda variável na bolsa brasileira²⁷⁵, o que indica, em primeira análise, que é crescente o número de brasileiros que se dispõem a investir em empresas privadas, mesmo frente ao risco da operação.

Diante da multiplicidade de opções para conseguir o acúmulo do seu capital, a AED explica que o Investidor optará por aquela cujos Custos sejam menores, ou em que sejam mais bem delimitados.

Quando comparados os diversos tipos de Investimento, é importante destacar que, conforme já citado no Segundo Capítulo, os Investimentos a partir de aplicações de renda variável possibilitam que o imposto sobre ganho de capital seja calculado com a compensação do lucro obtido com os custos operacionais e

²⁷⁴ COSTA, Mayra Raulino da; MENDES, Alcindo Cipriano Argolo; SILVA, Maiara Sardá; LUNKES, Rogério João. OS FATORES DETERMINANTES PARA A ENTRADA DE PEQUENOS INVESTIDORES NA BOLSA DE VALORES DO BRASIL. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, [S.L.], v. 14, n. 2, p. 144-165, 28 set. 2022. Universidade Federal do Paraná. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v14i2.83209>. Acesso em 26 ago. 2023. p. 162.

²⁷⁵ **Uma análise da evolução dos investidores na B3**. 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/D0/54/0C/B8/D3F8A8103234E0A8AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%20TRI%202023%20v4.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2023.

prejuízos sofridos²⁷⁶. No caso do investimento-Anjo, o MLS previa, inicialmente, uma regra similar, mas que foi vetada pelo Presidente da República sob o argumento de que a renúncia de receitas sem a devida apresentação de estimativa de impacto no orçamento, o que violaria as regras constitucionais²⁷⁷.

Com o veto presidencial mantido pelo Congresso Nacional, percebe-se uma diferença de tratamento tributário entre o Investimento-Anjo e os Investimentos realizados a partir de aplicações de renda variável, o que, para a AED, se traduz como um Custo, o qual poderia ter sido diminuído para tornar o Investimento-Anjo mais atrativo.

Mantendo-se um Custo maior ao Investimento-Anjo frente a outras modalidades de Investimento privado, o que o Estado faz é tornar o Investimento-Anjo menos competitivo, uma vez que, para a AED, os Custos percebidos pelas partes impactam diretamente na sua atitude.

Não é apenas o menor risco potencial (comparado às Startups) que atrai os investidores, visto que o Estado garante alguns incentivos aos Investimentos tradicionais, como a possibilidade de compensar as perdas nos ganhos para fins tributários, incentivo inicialmente previsto quando o Congresso Nacional aprovou o MLS, mas que fora vetado pela Presidência da República, como visto no segundo capítulo²⁷⁸.

Apesar da argumentação do veto ao art. 7º do MLS, vale observar que, quando se trata de questões tributárias, há certa convergência no pensamento liberal no sentido de existir um ponto a partir do qual o aumento (ou a manutenção) de um tributo fará com que a arrecadação por parte do Estado diminua, o que demonstra certa contradição em face do interesse estatal de arrecadar tributos para

²⁷⁶ VIEIRA, Lucas Bezerra; QUEIROZ, Jules. **Veto à compensação entre perdas e ganhos com startups deve ser derrubado**. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jun-12/opiniaoveto-presidencial-marco-startups-derrubado>. Acesso em: 15 jun. 2023.

²⁷⁷ BRASIL. Jair Messias Bolsonaro. Presidência da República. **MENSAGEM Nº 236, DE 1º DE JUNHO DE 2021**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Msg/VEP/VEP-236.htm. Acesso em: 15 jun. 2023.

²⁷⁸ BRASIL. Jair Messias Bolsonaro. Presidência da República. **MENSAGEM Nº 236, DE 1º DE JUNHO DE 2021**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Msg/VEP/VEP-236.htm. Acesso em: 15 jun. 2023.

custear as suas despesas. No pensamento liberal, a manutenção do art. 7º do MLS e o ganho de competitividade do Investimento-Anjo teriam o potencial de fazer com que a arrecadação tributária no Brasil aumentasse²⁷⁹.

A origem desse pensamento está no artigo publicado por Laffer²⁸⁰, no qual defendeu que as alíquotas praticadas nos Estados Unidos eram tão altas que a sua diminuição ocasionaria o aumento na arrecadação. Nesse estudo, foi destacado que, quando as alíquotas aplicadas são muito baixas, o seu aumento fará com que se perceba também um aumento no montante arrecadado, porém, quando a carga tributária estiver muito elevada, a tendência é que a arrecadação diminua.

Para Laffer²⁸¹, essa tendência ocorre em razão do estímulo que as taxas elevadas criam à sonegação e à evasão fiscal e o desestímulo aos negócios formais, o que ocasiona a diminuição da base tributável. No ponto, vale destacar que esse raciocínio também é referendado por Smith²⁸², para quem

impostos altos, às vezes pelo fato de reduzirem o consumo das mercadorias taxadas, às vezes por estimularem o contrabando, frequentemente trazem para o governo uma receita inferior daquela que se poderia obter com impostos mais baixos. Quando a diminuição da receita é efeito da redução do consumo, só pode haver um remédio: diminuir o imposto.

O menor risco potencial dos investimentos tradicionais, somado à impossibilidade de compensação entre os lucros obtidos a partir de Investimento-Anjo com eventuais prejuízos, torna essa modalidade de Investimento menos competitiva que outras, nas quais também há proteção ao patrimônio do Investidor, na lógica da AED, favorece, ou seja, incentiva investimentos tradicionais. Ocorre que, como visto antes, a adoção de um ordenamento jurídico que permita a

²⁷⁹ LIMA, Emanuel Marcos; REZENDE, Amaury Jose. Um estudo sobre a evolução da carga tributária no Brasil: uma análise a partir da curva de Laffer. **Interações (Campo Grande)**, [S.L.], p. 239-255, 21 mar. 2019. Universidade Católica Dom Bosco. <http://dx.doi.org/10.20435/inter.v0i0.1609>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/inter/a/ttZkLzk7qdnmxZjQL7Yq8Qp/?format=html&lang=pt>. Acesso em: 30 ago. 2023. p. 246.

²⁸⁰ LAFFER, A. B. *Statement prepared for the joint economic committee*. In: LAFFER, A. B.; SEYMOUR, J. P. (Ed.). **The economics of the tax revolt: a reader**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1979.

²⁸¹ LAFFER, A. B. *Statement prepared for the joint economic committee*. In: LAFFER, A. B.; SEYMOUR, J. P. (Ed.). **The economics of the tax revolt: a reader**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1979.

²⁸² SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações**. São Paulo: Nova Cultural, 1988. P. 145.

expansão das Startups é de extrema importância para o Desenvolvimento Nacional e, portanto, interessa diretamente ao Estado.

Ademais, diminuir as diferenças entre os diversos tipos de Investimento tende a equiparar os seus Custos, o que pode fomentar a escolha do Investimento-Anjo, já que, a partir da lógica da AED, havendo semelhança entre Custos percebidos entre o Investimento tradicional e o Investimento-Anjo, o critério para a escolha de um ou outro também se assemelha, de modo que o Investidor que possua afinidade com o risco elevado, característico do Investimento-Anjo, poderá optar por ele, caso os ganhos em potencial estejam de acordo com a sua expectativa²⁸³.

Assim, é possível concluir que, ao mesmo tempo em que o MLS diminui os Custos de Transação na relação Investidor/Startup, o veto ao art. 7º mantém os Custos quando o Investimento-Anjo é comparado a outras formas de Investimento tradicionais. Quando analisados apenas os Custos na relação entre Investidor e Startup, o MLS aparenta garantir mais Eficiência que as regras aplicáveis ao Investimento-Anjo antes de sua vigência, eis que altera o cenário de preços percebidos pelas partes, diminuindo o principal Custo percebido pelos Investidores, o que, na lógica da AED, deveria aumentar a procura por esse tipo de Investimento.

Porém, apesar da proteção à figura do Investidor, prevista no MLS, ser mais Eficiente que o cenário anterior, o que, de acordo com a AED, deveria refletir no aumento do volume de aportes realizado por Investimentos-Anjo, desde a publicação do MLS, o volume de Investimentos-Anjo realizados no Brasil vem diminuindo, o que se observa a partir de um estudo da associação Anjos do Brasil, em que se percebe a diminuição de 2% no volume de Investimento-Anjo realizado no ano de 2022 comparado com o ano de 2021. Para o ano de 2023, a projeção é de 4%, a menor desde 2011²⁸⁴.

²⁸³ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986. p. 04

²⁸⁴ CASSIO SPINA (Brasil). Anjos do Brasil. **O crescimento do Investimento Anjo: pesquisa 2023 ano base 2022. Pesquisa 2023 ano base 2022. 2023.** Disponível em:

A diminuição do volume aportado em Investimentos-Anjo no Brasil demonstra que, apesar da diminuição dos Custos causada pela publicação do MLS, a legislação não foi suficiente para aumentar o volume de aporte realizado em Startups brasileiras. Todavia, a associação Anjos do Brasil²⁸⁵ não aponta o MLS como o principal fator responsável por essa diminuição, mas outros fatores da economia internacional, dentre eles a aumento da inflação, o cenário de guerra na Ucrânia, a instabilidade política antes e durante o período eleitoral de 2022, além da taxa de juros que, desde junho de 2022 está acima de 13% ao ano²⁸⁶, alta essa que não ocorre apenas no Brasil; a título de exemplo, vale citar que a taxa de juros dos Estados Unidos da América passou de 0,25% ao ano para 5,5% ao ano em 2023²⁸⁷.

Destaca-se que a diminuição no volume de Investimentos-Anjo não é um fato isolado da economia brasileira. Diversos canais de mídia especializada em Investimentos se referem o ano de 2022 como “o inverno das Startups”, pois, apesar de haver recursos disponíveis para investir, os Investidores estão destinando estes recursos para empresas que demonstram maior confiança, o que não é uma característica das Startups²⁸⁸.

Na América Latina, apesar do crescimento sem precedentes ocorrido entre 2018 a 2021, partindo de 2,5 bilhões para 18,5 bilhões de dólares, os aportes realizados em Startups no ano de 2022 somaram 12,1 bilhões de dólares, redução de 35%²⁸⁹. Nos Estados Unidos, maior mercado de Startups do mundo, alguns

<https://www2.anjosdobrasil.net/2023/06/15/pesquisa-de-investimento-anjo-2023-volume-de-investimento-anjo-em-startups-cai-2-em-2022-com-aumento-de-taxa-de-juros-e-incertezas/>. Acesso em: 27 ago. 2023.

²⁸⁵ CASSIO SPINA (Brasil). Anjos do Brasil. **O crescimento do Investimento Anjo**: pesquisa 2023 ano base 2022. Pesquisa 2023 ano base 2022. 2023. Disponível em: <https://www2.anjosdobrasil.net/2023/06/15/pesquisa-de-investimento-anjo-2023-volume-de-investimento-anjo-em-startups-cai-2-em-2022-com-aumento-de-taxa-de-juros-e-incertezas/>. Acesso em: 27 ago. 2023.

²⁸⁶ BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. (org.). **Taxas de juros básicas**: histórico. Histórico. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 30 ago. 2023.

²⁸⁷ MONITOR da Taxa de Juros do Federal Reserve. 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/central-banks/fed-rate-monitor>. Acesso em: 01 nov. 2023.

²⁸⁸ MANZONI JUNIOR, Ralphe. **O tamanho do inverno das startups**: faltam us\$ 2,4 bi de capital para growth. faltam US\$ 2,4 bi de capital para growth. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/o-tamanho-do-inverno-das-startups-faltam-us-24-bi-de-capital-para-growth/>. Acesso em: 11 nov. 2023

²⁸⁹ MANZONI JUNIOR, Ralphe. **O tamanho do inverno das startups**: faltam us\$ 2,4 bi de capital para growth. faltam US\$ 2,4 bi de capital para growth. 2023. Disponível em:

fundos cortaram os investimentos em Startups pela metade, dando preferência para Investimentos em empresas que já fazem parte do seu portfólio em detrimento de novas empresas.

Nesse cenário de instabilidade, os critérios da AED explicam que a instabilidade do mercado faz com que as pessoas ajam com cautela, à procura de Investimentos que melhor se adequem às suas necessidades e incertezas. Nesse cenário, apesar do potencial lucro, as Startups deixam de ser a preferência dos Investidores, já que, como visto no Segundo Capítulo, uma de suas principais características é justamente o elevado risco da sua operação, risco este que é potencializado quando o mercado em si está instável.

Ainda que a regulamentação do Investimento-Anjo represente uma diminuição dos Custos de Transação relacionados à relação Investidor/Startups, as modificações no cenário econômico nacional e internacional criaram uma condição na qual os Custos existentes antes e depois da publicação do MLS não possam ser equiparados.

Nesse sentido, apesar das bases da AED apontarem que a diminuição dos Custos de Transação reflete no aumento de Eficiência e, por consequência, incentive, neste caso, o crescimento no volume de Investimentos-Anjo, a ruptura da estabilidade necessária para se afirmar, de forma concreta, que a regulamentação atual é mais ou menos Eficiente que as regras anteriores.

O que se pode afirmar é que, diante da instabilidade do cenário econômico, as Startups não atraíram tanto Investimento quanto antes, eis que houve preferência por Investimentos de menor risco em potencial²⁹⁰, sem ser possível apontar, neste momento, que tal preferência decorre da publicação do MLS.

Ao se analisar a situação do Investimento-Anjo antes e depois da publicação do MLS, conclui-se que as regras atuais diminuem o Custo percebido

<https://neofeed.com.br/blog/home/o-tamanho-do-inverno-das-startups-faltam-us-24-bi-de-capital-para-growth/>. Acesso em: 11 nov. 2023

²⁹⁰ FERREIRA, Fernando; LI, Jennie; NOSSIG, Rebecca. **Raio-XP: retrospectiva 2022**. Retrospectiva 2022. 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/raio-xp-retrospectiva-2022/?cid=895304299.1696725330>. Acesso em: 30 ago. 2023.

pelo Investidor²⁹¹. Porém, ao se analisar os Custos relacionados ao Investimento-Anjo e outras modalidades de Investimento privado, no contexto de instabilidade interna e externa, percebe-se que essas outras modalidades se mostram mais atraentes aos Investidores, ou seja: os Custos relacionados ao Investimento-Anjo são maiores que aqueles relacionados aos Investimentos tradicionais.

Na ordem constitucional vigente, o desenvolvimento de Startups é de extrema importância para o Desenvolvimento Nacional. Ademais, para Schumpeter²⁹², o processo de desenvolvimento da economia e do Estado e que é dever do Estado é impulsionado pelo desenvolvimento de novas tecnologias, produtos e processos, características das Startups. Nesse ponto, pode-se afirmar que a criação de um ordenamento propício às Startups, não beneficia apenas o setor privado, mas toda a sociedade, inclusive o próprio Estado.

O tratamento tributário diferente entre o Investimento na bolsa de valores e o Investimento-Anjo faz com que este último tenha um Custo maior que o primeiro. Diante disso, é possível observar que a adoção de uma regra similar para o cálculo do imposto pelo ganho de capital a partir do Investimento-Anjo ou outras formas de Investimento causaria a equiparação dos Custos percebidos e aumentaria a competitividade entre as formas de Investimento.

Mesmo sem adentrar na possibilidade de se aumentar a arrecadação a partir da diminuição das alíquotas tributárias, como previsto por Laffer, os critérios da AED permitem justificar a redução de receita por parte do Estado quando essa diminuição permita o estímulo de determinado setor que seja interessante ao Estado. Nesse sentido, tendo em vista que as Startups são fundamentais para o Desenvolvimento Nacional, verifica-se que a regra inicialmente prevista no Art. 7º do MLS representaria uma Eficiência ainda maior à legislação ora vigente.

Apesar da importância das Startups para o Desenvolvimento Nacional, e da diminuição dos Custos na relação entre Investidor e Startup trazida pelo MLS, a

²⁹¹ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. Chicago: Law and Economic, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. p. 04.

²⁹² SCHUMPETER, Joseph A. *Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. Trad. de Maria Sílvia Possas. São Paulo: Nova Cultural, 1985. p. 148

modificação no mercado global das Startups decorrente do período pós-pandemia ocasionou a ruptura com os parâmetros até então percebidos e a preferência por Investimentos menos arriscados. Apesar da regulamentação do Investimento-Anjo representar um aumento de Eficiência quando observada a legislação anterior, não foi suficiente para suprimir os novos Custos ocasionados pelo novo cenário econômico internacional.

Vale destacar que a diminuição de Investimentos-Anjo realizados não ocorreu exclusivamente no Brasil, o que permite afirmar que o veto ao art. 7º do MLS não é o único fator responsável por tal fato. Porém, os pressupostos da AED permitem apontar que, mesmo que a economia volte aos padrões existentes antes da pandemia de 2019, a diferença entre os Custos relacionados ao Investimento-Anjo e outras formas de Investimento ainda fará com que os Investidores optem pelos Investimentos Tradicionais em detrimento do Investimento-Anjo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente Dissertação foi desenvolvida a partir da seguinte pergunta de pesquisa: na perspectiva da AED, a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021, contribui para a criação de Startups no Brasil?

Diante dessa pergunta, foi estabelecida a hipótese de que, quando observado a partir da AED, a regulamentação do Investimento-Anjo prevista na Lei Complementar 182/2021 contribui para a criação de Startups no Brasil, haja a vista a garantia de mais segurança aos Investimentos realizados.

Para que fosse possível analisar a hipótese em questão, a pesquisa foi dividida em três capítulos. No Capítulo 1 foi possível observar que o Direito se relaciona com os mais diversos campos do conhecimento, e não é diferente com a Economia que, em muitos casos, serve de base para a modificação do Direito. Nesse passo, foi observado que, desde o fim da Segunda Guerra Mundial, e em especial, com a crise da social-democracia, cresceu a quantidade de estudos que buscavam relacionar o Direito e a Economia.

Não há um marco claro acerca de quando a AED pode ser considerada uma teoria jurídica autônoma, porém, é impossível negar, a partir das publicações de Posner, que a AED possua um ferramental teórico que possibilite análise do fenômeno jurídico a partir de princípios naturais da Economia, em especial, a escassez dos recursos, a relação inversamente proporcional entre preço e demanda e a maximização da utilidade como base da conduta humana.

Dos três princípios econômicos, foi observado que, no contexto de escassez, as pessoas passam a valorar os recursos que consomem e, conseqüente a essa valoração, passam a consumi-los de modo que haja a maior diferença possível entre o custo percebido e a utilidade do seu uso; nesse contexto, os recursos mais caros, ou seja, aqueles mais escassos, serão consumidos em menor quantidade que aqueles que existem em abundância.

A contar do momento em que se percebe o Estado também estar sujeito à escassez de recursos e que a tutela de direitos também consome estes

recursos, faz-se necessário pensar de que modo se organizará a proteção dos direitos, com a elaboração de um arranjo de direitos que permita o alcance dos objetivos principais do Estado utilizando-se dos recursos existentes.

Diante da necessidade de se escolher quais direitos devem ou não ter a proteção do Estado, a AED fornece ferramentas teóricas que permitem identificar quais são e como devem ser protegidos, o que garante ao Direito o caráter instrumental, a fim de que os recursos do Estado sejam alocados e, como consequência, as intenções individuais sejam satisfeitas de forma equilibrada.

As ferramentas da AED para identificação de como deve ocorrer a atuação do Estado são baseadas em três pressupostos teóricos: o Pragmatismo; os Custos de Transação e a Eficiência. Quanto ao Pragmatismo, foi observado tratar-se da base filosófica da AED, que faz com essa teoria seja voltada principalmente aos aspectos práticos da questão sob análise, de modo que as decisões sejam tomadas com foco nas consequências e pensadas de forma racional, fundamentadas em argumentos lógicos e, quando possível, em estudos que demonstrem a viabilidade e as consequências da decisão.

Os Custos Sociais são importantes para a AED visto que a sua compreensão parte do fato de que toda negociação, ainda que aparentemente gratuita, é composta por uma série de custos e que, considerando que toda negociação tem um objetivo, as partes darão seguimento quando o valor atribuído à realização do negócio em questão for maior que os custos para a sua execução. Do contrário, o acordo tende a não ser realizado.

Compreendido que os Custos percebidos podem interferir nas transações realizadas, pode-se observar que, em diversas situações, o Direito também é compreendido como um Custo, de modo que seja possível interferir diretamente nos Custos das Transações a partir da criação de normas que aumentem ou diminuam o seu respectivo Custo.

Nos casos em que o Estado entende necessário incentivar a realização de determinado acordo, pode-se utilizar do Direito como forma de reduzir os Custos percebidos pelas partes, ou, de modo contrário, quando houver interesse para que

determinada atividade seja interrompida, aumentá-los, induzindo, assim, a conduta humana, o que evidencia a instrumentalidade do Direito já citada.

Quando abordada a questão da Eficiência, foi observado que há duas formas de se apontar que uma decisão é Eficiente: uma baseada na lógica de Pareto e a outra no critério adotado por Kaldor-Hicks. Na primeira, será considerada eficiente a decisão tomada na medida em que os interesses em questão sejam atendidos sem que haja prejuízo para qualquer das partes. Ocorre que essa forma de se apontar a Eficiência não encontra muita utilidade prática, pois, em grande parte dos casos, haverá algum tipo de prejuízo para uma das partes de uma relação jurídica.

Por sua vez, o critério de Kaldor-Hicks pode ser entendido como uma derivação da lógica de Pareto destacando-se pela possibilidade de considerar uma decisão como Eficiente mesmo quando ocorra um prejuízo a uma das partes, desde que a parte que foi lesionada possa ser recompensada. Diante da possibilidade de escolha e determinação de eficiência mesmo em situações em que há dano (o que não é possível a partir da lógica de Pareto), o critério de Kaldor-Hicks se mostra mais alinhado com a base pragmática da AED, razão pela qual foi possível observar que se trata do critério adotado a identificação da Eficiência na AED.

Foi observado ainda, que, na lógica da AED, a redução de um Custo de Transação se reflete em um aumento da Eficiência, já que, diante da diminuição dos Custos, maximiza-se o resultado de uma transação. Desse modo, caso o Estado tenha interesse em incentivar a ocorrência de determinada ação, a AED ensina que a diminuição dos seus Custos é o caminho adequado para o seu estímulo.

Por sua vez, o Capítulo 2 teve como foco as Startups e o Investimento-Anjo. Neste capítulo foi observado que as Startups são fruto da Quarta Revolução Industrial, período marcado pela superação das barreiras existentes entre o campo físico, digital e biológico. Nesse contexto de grande expansão tecnológica e acesso facilitado à internet, uma nova forma de se pensar a organização comercial e oferecer novos produtos e/ou serviços surge, causando modificações significativas na forma de produzir e consumir.

Verificou-se que Startups são empresas jovens, que têm na tecnologia a sua base e dela se utilizam para revolucionar o mercado ao qual se inserem, diferenciando-se de modelos tradicionais de empresas por conta da velocidade com que crescem (escala) e da possibilidade de aumento de receita sem a necessidade de aumento proporcional da estrutura da empresa (repetibilidade).

Ocorre que, por se tratar de empresas jovens e participarem de mercados voláteis, em muitos casos ainda desconhecidos, um plano bem estabelecido e estratégia não são suficientes para garantir o sucesso da Startup, o que traz grande risco à operação comercial desenvolvida. Ademais, por se tratar de uma empresa em estágio inicial, é comum que as Startups não tenham recursos suficientes para viabilizar o seu crescimento.

A volatilidade desse mercado ficou evidente quando se observou que cerca de 30% das Startups brasileiras não duram mais do que um ano e 75% delas encerram suas atividades antes dos quinze anos.

Esse risco afasta a possibilidade de financiamentos oriundos de fontes tradicionais, como os bancos. Ocorre que, apesar dos bancos se afastarem de atividades de risco, como toda empresa, as Startups necessitam de diversos recursos para continuar com suas atividades. Diante da insuficiência de recursos dos sócios da empresa e da impossibilidade de aquisição destes a partir de bancos tradicionais, o próprio mercado se organizou de modo que fosse possível suprir essa necessidade e permitir a continuidade das Startups.

É a partir dessa necessidade e da possibilidade de auferir lucros consideráveis que pessoas físicas, denominadas Investidores-Anjo, se organizam de modo a financiar Startups em troca de uma participação da empresa. Foi observado que o termo Investidor-Anjo deriva dos investidores que, no início do Século XX, financiavam espetáculos e, a partir da assunção do risco do empreendimento com os seus idealizadores, dividiam os lucros eventualmente obtidos.

A lógica por trás do Investimento-Anjo segue a mesma daquela existente no início do Século XX, na qual uma pessoa que detenha recursos suficientes para assumir o risco da atividade da Startup, em conjunto com os seus

fundadores, usa do seu capital financeiro e pessoal como forma de aumentar o tamanho da empresa, e, assim, obter o retorno do seu investimento.

No que concerne à relação existente entre o Investidor-Anjo e a Startup, compreendeu-se a distinção entre o Investidor-Anjo e banco, eis que o Investidor-Anjo está mais próximo da rotina da empresa, atuando como uma espécie de conselheiro, que utilizará de sua rede de contatos e outras influências para tornar a empresa maior e, assim, auferir seu lucro; enquanto o banco apenas aporta o dinheiro necessário e aguarda o pagamento com os juros contratados. Apesar dessa proximidade, o Investidor-Anjo não deve ser considerado sócio da empresa, mas sim um credor dela.

No que tange à regulamentação do Investimento-Anjo prevista, foi observado que, até a publicação da Lei Complementar nº 155/2016, não havia qualquer lei que tratasse do assunto no Brasil. Com a publicação da Lei Complementar passou-se a garantir maior proteção ao Investidor-Anjo, desde que o Investimento fosse realizado a partir do contrato de participação. Ainda assim, havia discussão sobre a possibilidade de se desconsiderar a personalidade jurídica da Startup para que o patrimônio do Investidor-Anjo pudesse ser utilizado como forma de pagamento de dívidas trabalhistas, tributárias ou derivadas de relações de consumo.

Apesar da inovação e da proteção garantida pela Lei Complementar nº 155/2016, foi apenas a partir da publicação do MLS que essa modalidade de Investimento recebeu uma proteção jurídica robusta.

Dentre os principais destaques do MLS no que se refere ao Investimento-Anjo, tem-se a expansão da proibição de uso do patrimônio pessoal para saldar as dívidas da empresa por meio da desconsideração da personalidade jurídica, independentemente da origem do débito e também do instrumento contratual utilizado, condicionando essa possibilidade à comprovação da ocorrência de dolo, fraude ou simulação.

Apesar desses avanços, detecta-se que houve o veto presidencial à possibilidade de se compensar, no cálculo do imposto por ganho de capital, as perdas e os ganhos percebidos pelo Investidor-Anjo.

Já no Capítulo 3 houve a união dos temas tratados nos capítulos anteriores. Para tanto, analisou-se, em um primeiro momento, quais partes têm interesse no caso do Investimento-Anjo e quais os seus interesses para que, então, a partir dos pressupostos da AED fosse possível identificar como a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS interfere na questão dos Custos percebidos e se essa interferência auxilia no desenvolvimento de Startups.

Assim, elencaram-se três partes com interesse nessa relação: o Estado, as Startups e o Investidor. Quanto ao interesse do Estado, foi verificado que a CRFB elenca o Desenvolvimento Nacional como objetivo da República. Quanto aos objetivos previstos na CRFB, foi observado que podem ser compreendidos como uma diretriz ou um princípio constitucional impositivo e que, independentemente da corrente a partir da qual se compreende os objetivos da República, o Estado deve tomar medidas que garantam a eficácia dos objetivos previstos na CRFB.

Por sua vez, quando analisado o que significa o Desenvolvimento Nacional, percebeu-se que o termo está ligado tanto aos aspectos econômicos do país quanto aos aspectos sociais, com a finalidade de se diminuir as barreiras sociais existentes. Isso significa dizer que é dever do Estado criar formas de melhorar os indicadores socioeconômicos do Brasil.

Ademais, foi observado que as Startups têm potencial para contribuir diretamente com o Desenvolvimento do país e que, portanto, é dever do Estado tomar medidas que fomentem o seu desenvolvimento.

No tocante aos interesses das Startups, foi observado que o Investimento-Anjo é fundamental para a manutenção das atividades nos primeiros momentos de sua existência, eis que supre a falta de recursos percebidos pela Startup; já no que se refere ao interesse do Investidor-Anjo, analisou-se que o seu objetivo principal é conseguir lucro a partir do seu investimento.

A partir dos pressupostos da AED, concluiu-se que a regulamentação do Investimento-Anjo prevista no MLS traz uma proteção maior ao patrimônio do Investidor, o que reduz os Custos relacionados à formalização do Investimento-Anjo e garante maior eficiência à relação existente entre o Investidor e a Startup.

Nesse sentido, vale destacar que a redução de Custos relacionados ao Investimento-Anjo e o conseqüente aumento de Eficiência, na lógica da AED, deve ocasionar o aumento no volume de Investimentos recebidos pelas Startups na modalidade de Investimento-Anjo.

Porém, quando observado que o Investimento-Anjo compete com outras formas de Investimento, depreende-se que a regulamentação prevista no MLS manteve uma disparidade entre o Investimento-Anjo e modelos tradicionais de Investimento, visto que, nestes, o Investidor pode compensar suas perdas e ganhos no cálculo do imposto sobre acúmulo de capital.

Percebeu-se, ainda, o aumento no número de pessoas físicas cadastradas junto à Bolsa de Valores brasileira, o que indica que é crescente o número de pessoas que aceitam riscos no momento de investir seus recursos.

Apesar de diminuir os Custos na relação Startup/Investidor-Anjo, o MLS manteve uma oneração maior ao Investimento-Anjo em comparação com o Investimento tradicional na bolsa de valores, por exemplo. Essa diferença de Custo, somada ao fator de risco característico das Startups, fez com que o aumento de Investimentos-Anjo no Brasil esperado a partir da edição do MLS não ocorresse.

Quando analisado o mercado das Startups após a publicação do MLS, foi percebido que, embora seja crescente o número de empresas dessa classificação no Brasil, e houvesse aumento de Eficiência decorrente do MLS, o volume investido como Investimento-Anjo no Brasil está em queda.

Outrossim, trata-se de um fenômeno global, decorrente de diversos fatores, como a taxa de juros elevada em diversos países, aumento nos níveis de inflação percebidos em todo o mundo por conta da pandemia causada pelo coronavírus, além do contexto de guerra entre Rússia e Ucrânia e de instabilidade econômica em diversos outros países.

Nesse contexto, quem pode Investir seu dinheiro tende a procurar por opções de Investimentos que sejam mais seguros, e a própria AED permite observar que, diante do interesse do Investidor, há a percepção de que o Investimento-Anjo ainda tem um Custo maior que outras formas de Investimento, o que, na lógica de

mercado, faz com que haja maior procura pela forma de Investimento que garanta um retorno maior e menos arriscado.

O veto ao artigo 7º do MLS, portanto, manteve o Custo do Investimento-Anjo mais elevado que o de outras formas de Investimento, ainda que a maior proteção ao patrimônio do Investidor represente, à luz da AED, uma diminuição dos Custos na relação Investidor/Startup.

Essa diferença de Custo, somada ao fator de risco característico de Startups, fez com que o aumento de Investimentos-Anjo no Brasil esperado a partir da edição do MLS não ocorresse. Nesse cenário, ainda que a proteção do patrimônio do Investidor represente, segundo o entendimento da AED, um aumento de Eficiência, o veto ao artigo 7º do MLS manteve o Custo do Investimento-Anjo maior que o de outras formas de Investimento.

Apesar de não ser a única causa para a diminuição dos Investimentos-Anjo realizados no Brasil, diante da instabilidade econômica internacional, a manutenção da disparidade de Custos entre os Investimentos tradicionais e o Investimento-Anjo, causada pelo veto ao artigo 7º do MLS, potencializou estes Custos, o que contribuiu para a diminuição do volume de Investimentos-Anjo no Brasil.

Atingidos os objetivos elencados no início da presente Dissertação, tem-se que a hipótese foi parcialmente confirmada, uma vez que, apesar de caracterizar uma diminuição nos Custos de Transação percebidos na relação Startup/Investidor-Anjo, o que representa um ganho de Eficiência para a AED, as condições econômicas em todo o mundo foram alteradas de modo que a redução dos Custos decorrentes da regulamentação prevista no MLS não foi suficiente para aumentar o volume Investido no país a partir de Investimento-Anjo.

REFERÊNCIA DAS FONTES CITADAS

ALCOFORADO, Fernando. **Globalização e Desenvolvimento**. São Paulo: Nobel, 2006.

ARROW, K. The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non market allocation. In: *The Analysis and Evolution of Public Expenditure: The PPB system*. Comité Económico Conjunto de los Estados Unidos, 91º. Congreso, 1ª. sesión, Washington, D. C.: U.S. Government Printing Office, 1969.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS – ABSTARTUPS. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups**. Brasília.2021. Disponível em<https://drive.google.com/file/d/1QJcKuZIHxVbIJuF47j5FqwW-XkAf_zEU/view>, acesso em 05 junho 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS – ABSTARTUPS. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups**. Brasília.2022. Disponível em<<https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2023/01/Mapeamento-de-Startups-Brasil-2022.pdf>>, acesso em 05 junho 2023.

BACHHER, Jagdeep S.; GUILD, Paul D. **Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors**. *Frontiers of Entrepreneurship Research (Proceedings of the 16th Annual Entrepreneurship Research Conference)*, 1996, pp. 363–376, Babson College, Wellesley, MA.

BALDASSI, Douglas; CRISPIM, Sérgio. FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO: SUPORTE PARA ROMPER AS BARREIRAS DE ENTRADA?. **Gestão & Regionalidade**, [S. l.], v. 25, n. 73, 2009. DOI: 10.13037/gr.vol25n73.153. Disponível em: <https://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/153>. Acesso em: 2 de maio de 2023.

BAMBIRRA, Felipe Magalhães; SANTOS NETO, Arnaldo Bastos. O objetivo fundamental de “garantir o desenvolvimento nacional” na constituição federal de 1988: análise de um conceito jurídico indeterminado. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 241-259, 2017. Disponível em <<https://periodicos.uninove.br/prisma/article/view/7956/3674>>. Acesso em 28 de julho de 2023.

BENTHAM, Jeremy. **Uma introdução aos Princípios da Moral e da Legislação**. Os Pensadores. São Paulo: Abril, 1979.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **Startup**: manual do empreendedor. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

BRASIL. Lei nº 9.987, de 07 de dezembro de 1999. Altera a legislação tributária federal. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 8 dez. 1999. Disponível em < http://www.in.gov.br/mp_leis/,asp?id=LEI%209887. Acesso em 22 dez. 2022.

BRASIL. Aline Guedes. Agência Senado. **Retorno do Brasil ao Mapa da Fome da ONU preocupa senadores e estudiosos**. 2022. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/infomaterias/2022/10/retorno-do-brasil-ao-mapa-da-fome-da-onu-preocupa-senadores-e-estudiosos>. Acesso em: 31 ago. 2023.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. (org.). **Taxas de juros básicas**: histórico. Histórico. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 30 ago. 2023.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2018.

BRASIL. Jair Messias Bolsonaro. Presidência da República. **MENSAGEM Nº 236, DE 1º DE JUNHO DE 2021**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Msg/VEP/VEP-236.htm. Acesso em: 15 jun. 2023.

BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991.. **Lei Complementar Nº 155**. Brasília, DF.

BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.. **Lei Complementar Nº 182, de 1º de Junho de 2021**. Brasília, DF: Presidência da República, 01 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 10406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Lei Nº 10.406**. Brasília, DF.

BRASIL. Lei nº 6385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Lei no 6.385**. Brasília, DF.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Lei no 6.404**. Brasília, DF.

CALABRESI, Guido. Thoughtson the Future of Economics. In: **Journal of Legal Education**, v. 33.

CANTALI, Fernanda Borghetti. **Inteligência Artificial e direitos do autor:** tecnologia disruptiva exigindo reconfiguração de categorias jurídicas. *Revista de Direito, Inovação, Propriedade Intelectual e Concorrência*. [S.l.], v. 4, p. 3, 2019. Disponível em: <<https://www.indexlaw.org/index.php/revistadipic>> Acesso em: 01 jan. 2023.

CARDOSO, Germano Bezerra. Análise econômica do direito, políticas públicas e consequências. In: **Revista jurídica da presidência**, v. 17, n. 112, p. 293-313, 2015

CARMEN, Gabriela del. **Governo mantém veto ao Art. 7 do Marco Legal das Startups**. Disponível em: <https://startups.com.br/noticias/governo-mantem-veto-ao-art-7-do-marco-legal-das-startups/#:~:text=O%20Congresso%20Nacional%20votou%20na,que%20tenham%20apurado%20em%20outros..> Acesso em: 15 jun. 2023.

CASSIO SPINA (Brasil). Anjos do Brasil. **O crescimento do Investimento Anjo:** pesquisa 2023 ano base 2022. Pesquisa 2023 ano base 2022. 2023. Disponível em: <https://www2.anjosdobrasil.net/2023/06/15/pesquisa-de-investimento-anjo-2023-volume-de-investimento-anjo-em-startups-cai-2-em-2022-com-aumento-de-taxa-de-juros-e-incertezas/>. Acesso em: 27 ago. 2023.

CASTELLS, Manuel. **A Galáxia da Internet:** Reflexões sobre a Internet, os negócios e a sociedade. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 2003.

COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Chicago: Law and Economic**, 1. 1961. Tradução de Francisco Kummel F. Alves e Renato Vieira Caovilla.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: direito da empresa. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial:** Direito de Empresa. v. 1. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade e dos bens de produção. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, n. 63, jul./ set. 1986.

COOTER, Robert D.; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. Berkeley: Berkeley Law Books, 6. ed., livro 2, 2016.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 38

COSTA, Mayra Raulino da; MENDES, Alcindo Cipriano Argolo; SILVA, Maiara Sardá; LUNKES, Rogério João. OS FATORES DETERMINANTES PARA A ENTRADA DE PEQUENOS INVESTIDORES NA BOLSA DE VALORES DO BRASIL. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, [S.L.], v. 14, n. 2, p. 144-165, 28 set. 2022. Universidade Federal do Parana. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v14i2.83209>. Acesso em 26 ago. 2023.

DA ROSA, Alexandre Morais e LINHARES, José Manoel Aroso. **Diálogos com a Law & Economics**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos da Teoria Geral do Estado**. 30ª edição. São Paulo: Saraiva. 2011, p. 122.

ESTÊVES, Guilherme Mesquita. ANÁLISE JUSECONÔMICA DA LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS PESSOAIS SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA NA PROMOÇÃO DE AUTODETERMINAÇÃO INFORMATIVA. 2020. 226 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Direito, Programa de Pós-Graduação Novos Direitos, Universidade Federal de Ouro Preto, Ouro Preto, 2020. Disponível em: https://www.repositorio.ufop.br/bitstream/123456789/12336/1/DISSERTA%C3%87%C3%83O_An%C3%A1liseJusecon%C3%B4micaLei.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

FEITOSA, Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer. Direito Econômico da Energia e Direito Econômico do Desenvolvimento: Superando a Visão Tradicional. *In*: MAYER, Maria Luiza Pereira de Alencar; PEREIRA, Maria Maconiete Fernandes (Coord). **Direito Econômico da Energia e do Desenvolvimento: Ensaios Interdisciplinares**. São Paulo: Conceito Editorial, 2012.

FELIPE MATOS (São Paulo). Presidente da Abstartups. **Carta Aberta da Abstartups sobre alterações importantes no Marco Legal das Startups**. 2021. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/12/Carta-Aberta-da-Abstartups-sobre-o-veto-25_2021-referente-ao-Art.-7-do-Marco-Legal-das-Startups-.pdf. Acesso em: 15 jun. 2023.

FERREIRA, Fernando; LI, Jennie; NOSSIG, Rebecca. **Raio-XP: retrospectiva 2022**. Retrospectiva 2022. 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/raio-xp-retrospectiva-2022/?cid=895304299.1696725330>. Acesso em: 30 ago. 2023.

FIGUEIRAS, Juliana Isabel Faria. **O Investimento em Capital de Risco: os conflitos de interesses e os seus remédios**. 2022. 54 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/40924/1/203156269.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2023.

FONSECA, Mariana. **Venture capital e privateequity batem recorde no mundo e no Brasil**. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/venture->

capital-e-private-equity-batem-recorde-no-mundo-e-no-brasil-e-nao-so-por-causa-da-pandemia/. Acesso em: 10 jun. 2023.

FREIRE, Gilberto. **Casa Grande e Senzala**: formação da família brasileira sob regime de economia patriarcal. Rio de Janeiro: José Olímpio Editora, 1943. 2v.

FURTADO, Celso. **Desenvolvimento e Sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

GARCIA, Denise Schmitt Siqueira Garcia. DIMENSÃO ECONÔMICA DA SUSTENTABILIDADE: uma análise com base na economia verde e a teoria do decrescimento. **Veredas do Direito**, v. 13, p. 133-153, 2016.

GICO JR., Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. In: **Economic Analysis of Law Review**, v.1, n. 1, p. 7-33, 2010.

GOMES, Daniel Teodoro; MUNIZ, Reynaldo Maia; DIAS, Alexandre Teixeira; GONÇALVES, Carlos Alberto. **Apresentação de um projeto de estratégia em uma empresa inovadora**. Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, v. 5, n. 3, p. 413-438, SET./DEZ. 2012.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Vol. 3 Contrato e Atos Unilaterais. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018.

HASTREITER, Michele Alessandra; WINTER, Luís Alexandre Carta. Uma “mão visível” no capitalismo globalizado brasileiro: o papel do bndes na internacionalização de empresas brasileiras. **Opinião Jurídica**, Fortaleza, v. 11, n. 15, p. 169-195, 31 dez. 2013. Anual. Disponível em: <https://periodicos.unichristus.edu.br/opiniaojuridica/article/view/301/157>. Acesso em: 10 set. 2023.

HEINEN, Luana Renostro. **PERFORMATIVIDADE: O DIREITO TRANSFORMADO EM DISPOSITIVO PELA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**. 360 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa de Pós Graduação em Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/168283/339457.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 15 ago. 2022.

HERBST, KharenKelm; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. O investimento-anjo como instrumento de desenvolvimento econômico no Brasil. **Direito e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 10, n. 2, p. 241-255, 19 dez. 2019. Cruzeiro do Sul Educacional. <http://dx.doi.org/10.26843/direitoedesenvolvimento.v10i2.1127>.

HOBBSAWM, Eric. J. **Da Revolução Industrial inglesa ao imperialismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1983.

JISHNU, V.; GILHOTRA, R.M.; MISHRA, D.N.. *Pharmacy Education in India: strategies for a better future*. **Journal Of Young Pharmacists**, [S.L.], v. 3, n. 4, p. 334-342, out. 2011. *EManuscript Technologies*. Disponível em: <https://doi.org/10.4103/0975-1483.90248>. Acesso em: 20 jun. 2023.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016.

LAFFER, Arthur. *Statement prepared for the joint economic committee*. In: LAFFER, Arthur; SEYMOUR, Jan (Ed.). **The economics of the tax revolt: a reader**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1979

LAUDA, Bruno Bolson. A análise econômica do direito: uma dimensão da crematística no direito. **Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM**, Santa Maria, v. 4, n. 1, mar. 2009. Disponível em: <<http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/40975>>. Acesso em: 26 ago. 2022.

LEITE, Eduardo de oliveira. **A monografia jurídica**. 5 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

LIMA, Emanuel Marcos; REZENDE, Amaury Jose. Um estudo sobre a evolução da carga tributária no Brasil: uma análise a partir da curva de laffer. **Interações (Campo Grande)**, [S.L.], p. 239-255, 21 mar. 2019. Universidade Católica Dom Bosco. Disponível em: <https://doi.org/10.20435/inter.v0i0.1609>. Acesso em: 26 ago. 2023.

LIU, Yan. 2000. *An Overview of Angel Investors in Canada*. MFA, University of Texas., p. 02

LORGA, Marco Antonio. DIREITO EMPRESARIAL E DESENVOLVIMENTO SOCIAL: políticas públicas para micro e pequenas empresas. **Revista Jurídica**, Curitiba, v. 2, n. 29, p. 212-227, jun. 2012. Semestral. Disponível em: <https://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/521>. Acesso em: 31 ago. 2023.

MACEDO, Evelyn Tamy. Os Instrumentos de Investimento em Inovação e a Proteção de Investidores no Marco Legal das Startups. In: MATIAS, Eduardo Felipe (org.). **Marco Legal das Startups**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 67-83.

MACHADO, Fábio Gimenez. **Investidor Anjo**: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups. 2015. 172 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

MACKAAY, Ejan. **History of Law & Economics**. In: MARCIANO, Alain; RAMELLO, Giovanni Battista (org.). **Encyclopedia of Law and Economics**. Cheltenham, vol. I, p. 65-117, 2000.

MAIA, Torben Fernandes; SILVA JUNIOR, Paulo Antônio Maia e; NÓBREGA, José Cândido da Silva; BEZERRA NETO, Francisco das Chagas. Riscos do investidor-anjo e limites de sua responsabilidade em startups. **Research, Society And Development**, [S.L.], v. 10, n. 6, p. 1-14, 2 jun. 2021. Research, Society and Development. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.33448/rsd-v10i6.13809>. Acesso em: 20 nov. 2023

MANZONI JUNIOR, Ralphe. **O tamanho do inverno das startups**: faltam us\$ 2,4 bi de capital para growth. faltam US\$ 2,4 bi de capital para growth. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/o-tamanho-do-inverno-das-startups-faltam-us-24-bi-de-capital-para-growth/>. Acesso em: 11 nov. 2023

MARCELINO Junior, Julio Cesar. **Análise Econômica do acesso à Justiça**: a tragédia dos custos e a questão do acesso inautêntico. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

MARINONI, Luiz Guilherme. APROXIMAÇÃO CRÍTICA ENTRE AS JURISDIÇÕES DE CIVIL LAW E DE COMMON LAW E A NECESSIDADE DE RESPEITO AOS PRECEDENTES NO BRASIL. **Revista da Faculdade de Direito Ufpr**, [S.L.], v. 49, p. 11-58, 31 dez. 2009. Universidade Federal do Paraná. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5380/rfdufpr.v49i0.17031>. Acesso em: 11 jan. 2024.

MARX, Karl. **O Capital** - Livro I – crítica da economia política: O processo de produção do capital. Tradução Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2013.

MATIAS, Eduardo Felipe Pérez. Fomentando Ecossistemas de empreendedorismo inovador: lições internacionais e o marco legal das startups brasileiro. In: MATIAS, Eduardo Felipe Pérez (org.). **Marco Legal das Startups**: lei complementar 182/2021 e o fomento ao empreendedorismo inovador no brasil. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2021.

MEDEIROS, Soraya Maria de; ROCHA, Semíramis Melani Melo. **Considerações sobre a terceira Revolução Industrial e a força de trabalho em saúde em Natal**. *Ciência & Saúde Coletiva*, 9(2): 399-409, 2004.

MENGUE, Tatiana Heloísa Spaniol; SCHMIDT, Serje; BOHNENBERGER, Maria Cristina. CONTRIBUIÇÕES DO INVESTIMENTO ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DE STARTUPS NA REGIÃO METROPOLITANA DE PORTO ALEGRE. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, [S.L.], v. 16, n. 1, p. 71-98, 13 fev. 2019. Associação Pro-Ensino Superior em Novo Hamburgo. <http://dx.doi.org/10.25112/rgd.v16i1.1640>.

MINEIRO, Andrea Costa *et al.* Investigação do potencial de um polo de inovação para a criação de uma rede de investidores anjos a partir de seu ecossistema empreendedor. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, Ribeirão Preto, v. 7, n. 1, p. 71-83, 11 mar. 2016. FUNDACE. <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v7i1.182>.

MONITOR da Taxa de Juros do Federal Reserve. 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/central-banks/fed-rate-monitor>. Acesso em: 01 nov. 2023.

NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. Causa da mortalidade das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado. **Nova Lima**, [s. l.], v. 9, n. 25, p. 26-33, fev. 2015. Trimestral. Disponível em: <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>. Acesso em: 05 jun. 2023.

NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, Vol 84, No. 3, jun. 1994.

NUNES, Paulo. **Taylorismo**. 2015. Disponível em: <<http://know.net/cienceconempr/gestao/taylorismo/>>. Acesso em: 16 jul.2022.

NUSDEO, Fabio. Desenvolvimento Econômico: Um Retrospecto e Algumas Perspectivas. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord). **Regulação e Desenvolvimento**. São Paulo: Malheiros, 2002.

OLIVEIRA, Bruno Bastos de et al. Arbitragem tributária: gatilho para racionalização do contencioso fiscal e a consequente promoção do desenvolvimento econômico nacional. 2018.

PASOLD, Cesar Luiz. **Metodologia da pesquisa jurídica: teoria e prática**. 13 ed. Florianópolis: Conceito Editorial, 2015.

PAULO JORGE DE PAIVA FONSECA (Sebrae - Serviço Brasileiro de Apoio Às Micro e Pequenas Empresas) (org.). **Anuário do Trabalho nos Pequenos Negócios**. 2018. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/anuario/2018/anuarioPequenoNegocio2018.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2023.

PENA, Rodolfo F. Alves. **Terceira Revolução Industrial**. 2016. Disponível em: <<http://brasilescola.uol.com.br/geografia/terceira-revolucao-industrial.htm>>. Acesso em: 17 de set. 2022.

POLON, Luana. **Terceira Revolução Industrial**. 2014. Disponível em: <<https://www.estudopratico.com.br/terceira-revolucao-industrial/>>. Acesso em 18 jul.2022.

PORTELLA, Thalia Roberta de Souza; SERAFIM, Andrea Bier. STARTUPS DE IMPACTO SOCIAL DO PARANÁ. **Caderno Paic**, Curitiba, v. 22, n. 1, 28 out. 2020. Disponível em: <https://cadernopaic.fae.emnuvens.com.br/cadernopaic/article/view/453>. Acesso em: 10 out. 2022.

POSNER, Richard. **A Economia da Justiça**. São Paulo: Martins Fontes, 2010.

POSNER, Richard. **Direito, Pragmatismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 3. ed. Boston: Little, Brown And Company, 1986.

POSNER, Richard. **El Análisis Económico del Derecho**. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2013.

POSNER, Richard. **Fronteiras da Teoria do Direito**. São Paulo: Martins Fontes, 2011.

POSNER, Richard A, **Para Além do Direito**. São Paulo: Martins Fontes. 2009. p. 4.

POSNER, Richard. **Problemas de Filosofia do Direito**. São Paulo: Martins Fontes. 2007.

REIS, Edgar Vidigal. **Startups**: Análise de estruturas societárias e de investimentos no Brasil. São Paulo: Almedina, 2018.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Lua de Papel, 2021.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é pesquisa em Direito e Economia? In: **Cadernos Direito GV**, v.5, n. 2, 2008.

SALAMA, Bruno. **ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**: privateequity e venture capital. 2018. 51 f. Monografia (Doutorado) - Curso de Direito Societário, Programa de LIm, Insper, São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1954/4/BRUNO%20SALAMA_Trabalho.pdf. Acesso em: 27 maio 2023.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos**. 2 ed. São Paulo: Malheiros. 2008.

SANTOS, Ana Patrícia Santana dos. **Startups digitais**: a travessia na zona cinzenta. 2016. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Ciências da Comunicação, Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em:

<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/27/27152/tde-06032017-093922/publico/AnaPatriciaSantanadosSantosVC.pdf>. Acesso em: 30 maio 2023.

SCHAFER, Gabriel. **Revolução Industrial** (2° fase). 2015. Disponível em: <<http://schafergabriel.blogspot.com/2015/02/revolucao-industrial-2-fase.html>>. Acesso em: 16 jul. 2022.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. Trad. de Maria Sílvia Possas. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SCHWAB, Klaus. **A Quarta Revolução Industrial**. São Paulo: Edipro, 2016.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. MARCO AURÉLIO BEDÊ. **Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa**. 2012. Disponível em: https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario%20do%20Trabalho%20Na%20Micro%20e%20Pequena%20Empresa_2012.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Brasília. 2011. Disponível em <https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia_das_empresas_no_Brasil_2011.pdf>, acesso em 29 de maio de 2023.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil**. Brasília. 2011. Disponível em <https://sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia_das_empresas_no_Brasil_2011.pdf>, acesso em 29 de maio de 2023. p. 04.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **OS RISCOS DO INVESTIDOR-ANJO NOS CONTRATOS CONVERSÍVEIS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS**. 2019. 109 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado Profissional, Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/27289/Monografia_190326_Monografia%20-%20Emanuel%20Lima_sem%20marcas.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 27 ago. 2023.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 36. ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

SILVA, José Everton da. **A PROTEÇÃO DO CONHECIMENTO TRADICIONAL ASSOCIADO SOB A LÓGICA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**: uma questão constitucional baseada na dignidade da pessoa humana. 2016. 419 f. Tese

(Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciência Jurídica, Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica, Universidade do Vale do Itajaí - Univali, Itajaí, 2016.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

SOHL, Jeffrey. The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. **Journal of Private Equity**. v. 6, n. 2, p.7-17, 2003.

SOUZA, Leandro Miguel. **Aportes em startups brasileiras caem 86% no 1º trimestre**. 2023. Disponível em: <https://startups.com.br/mercado/aportes-em-startups-brasileiras-caem-86-no-1o-trimestre/>. Acesso em: 10 jun. 2023.

SPECTOR, Horacio. **Justicia y bienestar. Desde una perspectiva de derecho comparado**. Doxa, nº 26, 2003. Disponível em https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/10075/1/doxa26_13.pdf, acesso em 12 dez. 2022.

STEFFEN, Pablo Franciano. **OS LIMITES DO JULGAMENTO NOS TRIBUNAIS ADMINISTRATIVOS TRIBUTÁRIOS FRENTE A UMA NORMA INCONSTITUCIONAL**: uma nova perspectiva a partir do entrecruzamento entre a análise econômica do direito e o garantismo constitucionalista. 20109. 345 f. Tese (Doutorado) - Curso de Doutorado em Ciência Jurídica, Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica, Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, Disponível em: <https://www.univali.br/Lists/TrabalhosDoutorado/Attachments/260/Tese%20-%20Pablo%20Franciano%20Steffen%20-%20Vers%C3%A3o%20para%20Dep%C3%B3sito%2003.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2022.

STIGLER, George J. *Law and economics? In: The Journal of Law & Economics*, Vol. 35, No. 2, pp. 455-468. Chicago: The University of Chicago Press, 1992.

TITERICZ, Ricardo. **CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO**. 2003. 80 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia de Produção, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/85718/231572.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 10 set. 2023.

Uma análise da evolução dos investidores na B3. 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/D0/54/0C/B8/D3F8A8103234E0A8AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%20TRI%202023%20v4.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2023.

VIEIRA, Edson Trajano; SANTOS, Moacir José dos. Desenvolvimento econômico regional: uma revisão histórica e teórica. **Revista Brasileira de Gestão e**

Desenvolvimento Regional, Taubaté, v. 2, n. 8, p. 1-26, jun. 2012. Quadrimestral. Disponível em: <https://www.rbgdr.net/revista/index.php/rbgdr/article/view/679>. Acesso em: 08 out. 2023.

VIEIRA, Lucas Bezerra; QUEIROZ, Jules. **Veto à compensação entre perdas e ganhos com startups deve ser derrubado**. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jun-12/opinioao-veto-presidencial-marco-startups-derrubado>. Acesso em: 15 jun. 2023.

WETZEL, William E. *Angels and Informal Risk Capital*. Sloan Management Review, 1983.

WILLIAMSON, Oliver E. **As Instituições Econômicas do Capitalismo**. São Paulo: Pezco, 2011.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985. p. 16.

WINTER, Luis Alexandre Carta; NASSIF, Rafael Carmezim. A Atuação das Empresas Transnacionais nos Países Emergentes: Desenvolvimento Nacional à luz da Ordem Econômica Constitucional. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v. 11, n. 1, ago. 2016. ISSN 2317-8558. Disponível em: <<https://www.seer.ufrgs.br/ppgdir/article/view/58862>>. Acesso em: 02 set. 2021.

ZUFFO, João Antônio. **A infoera: o imenso desafio do futuro**. São Paulo: Saber, 1997.