

## Startups & Fomento à Inovação: análise da conformidade do Investimento-anjo ao Regime Jurídico dos Fundos Patrimoniais.

Startups & Foment Innovation: analysis of the compliance of angel investment with the legal regime of endowments funds in Brazil.

Startups & Fomentar la innovación: análisis del cumplimiento de angel investment com el régimen legal de los Fondos Patrimoniales en Brasil

Luma Cavaleiro de Macêdo Scaff<sup>1</sup>, Lucas Gabriel Lopes Pinheiro<sup>1</sup>, Luiz Felipe da Fonseca Pereira<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Universidade Federal do Pará, Belém, Pará, Brasil.

### RESUMO

**Introdução:** O artigo objetiva identificar em quais aspectos o regramento do Marco Legal das Startups a respeito do investidor-anjo se adequa ao desenho regulatório dos fundos patrimoniais na forma da Lei nº 13.800/2019.

**Objetivo:** A pergunta colocada é como o regramento a respeito do investidor-anjo no contexto do Marco Legal das Startups pode ser compatível com o desenho regulatório dos fundos patrimoniais a partir da Lei nº 13.800 de 2019.

**Métodos:** Para respondê-la, utilizou-se metodologia de abordagem hipotético-dedutiva e pesquisa bibliográfica e documental. Para tanto, está dividido em três etapas. A primeira se dedica a delimitar o conceito dos fundos patrimoniais, bem como os principais regramentos a respeito da política de investimento destes no regime jurídico brasileiro. A segunda está voltada à análise dos institutos das startups e do investimento-anjo como instrumentos ao incentivo da inovação, a partir do Marco Legal das Startups e da regulação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Imobiliários - CVM. Por fim, a terceira busca investigar a possibilidade de conformação da categoria do investidor-anjo ao regramento de investimentos dos fundos patrimoniais.

**Resultados:** identificou-se que a combinação do perfil de investimento anjo e os fundos patrimoniais é um excelente mecanismo para busca de maior segurança jurídica, bem como diversificar os investimentos dos fundos em comento, no intento que estes consigam maiores ganhos para manutenção dos projetos financiados pelo respectivo fundo.

**Conclusão:** Conclui-se que não há incompatibilidade entre as regulações do investimento-anjo e dos fundos patrimoniais, que conjuntamente podem fornecer maior segurança jurídica à possibilidade de os fundos patrimoniais constituírem investidores-anjo, embora essa possibilidade ainda careça de maior regulação por parte da CVM.

**Palavras-chave:** Fundos patrimoniais. Investimento-anjo. Startups. Inovação.

### ABSTRACT

**Introduction:** The article aims to identify in which aspects the rules of the Legal Framework for Startups regarding angel investors are compatible with the regulatory design of equity funds in accordance with Law No. 13,800/2019.

**Objective:** The question posed is how the rules regarding angel investors in the context of the Legal

#### Correspondência:

Luiz Felipe da Fonseca  
Pereira

Universidade Federal do  
Pará, Belém, Pará, Brasil.

Email:  
filip.fons@hotmail.com

Framework for Startups can be compatible with the regulatory design of equity funds based on Law No. 13,800/2019.

**Methods:** To answer this question, a hypothetical-deductive approach and bibliographic and documentary research were used. To this end, it is divided into three stages. The first is dedicated to delimiting the concept of equity funds, as well as the main rules regarding their investment policy in the Brazilian legal system. The second part focuses on analyzing the institutes of startups and angel investment as instruments to encourage innovation, based on the Legal Framework for Startups and the regulations of the Central Bank of Brazil and the Securities and Exchange Commission (CVM). Finally, the third part seeks to investigate the possibility of adapting the angel investor category to the investment regulations of equity funds.

**Results:** it was identified that the combination of the angel investment profile and equity funds is an excellent mechanism for seeking greater legal certainty, as well as diversifying the investments of the funds in question, with the intention that they achieve greater gains for the maintenance of the projects financed by the respective fund.

**Conclusion:** It is concluded that there is no incompatibility between the regulations of angel investment and equity funds, which together can provide greater legal certainty to the possibility of equity funds establishing angel investors, although this possibility still requires greater regulation by the CVM.

**Keywords:** Equity funds. Angel investment. Startups. Innovation.

## RESUMEN

**Introducción:** El artículo tiene como objetivo identificar en qué aspectos las normas del Marco Legal para Startups relativas a los inversionistas ángeles se adaptan al diseño regulatorio de los fondos de capital de acuerdo con la Ley N° 13.800/2019.

**Objetivo:** La pregunta que se plantea es cómo las normas relativas a los inversionistas ángeles en el contexto del Marco Legal para Startups pueden ser compatibles con el diseño regulatorio de los fondos de capital basado en la Ley N° 13.800 de 2019.

**Métodos:** Para responderla se utilizó una metodología hipotético-deductiva y una investigación bibliográfica y documental. Para ello se divide en tres etapas. El primero está dedicado a delimitar el concepto de fondos de dotación, así como las principales reglas relativas a su política de inversión en el régimen jurídico brasileño. El segundo se centra en el análisis de los institutos de startups y de la inversión ángel como instrumentos para incentivar la innovación, con base en el Marco Legal para Startups y la regulación del Banco Central de Brasil y de la Comisión de Valores Inmobiliarios - CVM. Finalmente, el tercero busca investigar la posibilidad de conformar la categoría de inversor ángel a las reglas de inversión de los fondos de renta variable.

**Resultados:** se identificó que la combinación del perfil de inversión ángel y los fondos de capital es un excelente mecanismo para buscar mayor seguridad jurídica, así como diversificar las inversiones de los fondos en cuestión, con el objetivo de lograr mayores ganancias para mantener los proyectos en ejecución. financiado por el fondo respectivo.

**Conclusión:** Se concluye que no existe incompatibilidad entre las normas sobre inversión ángel y los fondos patrimoniales, que en conjunto pueden brindar mayor seguridad jurídica a la posibilidad de que los fondos patrimoniales constituyan inversionistas ángeles, aunque esta posibilidad aún requiere una mayor regulación por parte de la CVM.

**Palabras-clave:** Fondos de dotación. Inversión ángel. Nuevas empresas. Innovación.

## INTRODUÇÃO

A economia mundial é pautada no sistema capitalista que, por natureza, é um método de transformação econômica. Assim, a máquina capitalista tem sua centelha fundamental no fornecimento de novos bens de consumo e serviços, bem como novos mercados, formas de organização industrial, métodos de produção e transportes (Schumpeter, 2022, p. 119).

Nesse contexto, no século XXI, há um mercado dinâmico, no qual a inovação é constantemente exigida do empreendedor. Inovar como estado da arte do empreendedorismo é o *sine qua non* do desenvolvimento econômico (OCDE, 2007; Fonseca Pereira; Scaff, 2021, p. 630)

Da busca incessante por inovação no dinamismo do mercado surgem as startups, novas fórmulas empresariais com governança e *modus operandi* singulares que, em um ambiente de incerteza, fomentam o impulso fundamental do sistema capitalista – a transformação constante na busca de oferecer novos produtos e serviços à sociedade. Nesse cenário, as interações entre Estado, mercado e sociedade tonaram-se cada vez mais próximas, ocasionando figuras híbridas em que estão alinhados os interesses públicos e privados estão alinhados, a exemplos dos fundos patrimoniais.

A nova realidade de contínua inovação impele o Estado a criar instrumentos de incentivo aos fenômenos econômicos surgidos. No caso brasileiro, a Lei n.º 13.800 de 2019 buscou fornecer maior segurança jurídica ao instituto dos fundos patrimoniais, bem como a Lei Complementar n.º 182 de 2021, o Marco Legal das Startups – MLS, teve o escopo de incentivar o empreendedorismo inovador.

O Marco Legal das Startups previu o instituto do investidor-anjo<sup>1</sup>, bem como a possibilidade de investidores-anjo destinar recursos a fundos patrimoniais que fomentem a inovação, como forma de cumprir com obrigações regulatórias vinculadas ao investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação<sup>2</sup>. Em outras palavras, a partir do MLS os fundos patrimoniais passam a constituir mecanismo de incentivo às startups e ao empreendedorismo inovador.

Nesse diapasão, questiona-se como o regramento a respeito do investidor-anjo no contexto do Marco Legal das Startups pode ser compatível com o desenho regulatório dos fundos patrimoniais a partir da Lei n.º 13.800 de 2019. Objetiva-se identificar em quais aspectos o regramento do Marco Legal das Startups a respeito do investidor-anjo se conforma ao desenho regulatório dos fundos patrimoniais consoante a Lei n.º 13.800/2019.

Para alcance de tal escopo utiliza-se a metodologia de abordagem hipotético-dedutiva, com pesquisa bibliográfica e documental, e análise de fontes primárias e secundárias, como fontes primárias têm-se os instrumentos normativos pertinentes ao objeto, em especial a Lei Complementar n.º 182/2021 e a Lei n.º 13.800/2019, e como fontes secundárias a doutrina já existente sobre fundos patrimoniais e investimento-anjo. O estudo está dividido em três seções. Na primeira seção, abordar-se-á o conceito de fundos patrimoniais e particularmente o regramento a respeito da política de investimento. Em seguida, serão analisados os institutos das startups e do investimento-anjo como instrumentos ao incentivo da inovação, a partir da Lei Complementar n.º 182 de 2021 e da regulação do Banco Central e da Comissão de Valores Imobiliários. Enfim, a terceira seção terá como objeto investigar a possibilidade de conformação da categoria do investidor-anjo ao regramento de investimentos dos fundos patrimoniais.

Percebe-se, ao final da investigação, que há compatibilidade entre as regulações do investimento-anjo e dos fundos patrimoniais, sendo possível concluir que a conformidade entre ambas fornece maior segurança jurídica à possibilidade de os fundos patrimoniais constituírem investidores-anjos, o que instrumentaliza o fomento à inovação.

Não obstante, a regulação dessa possibilidade ainda carece de muitos detalhes de responsabilidade especial da CVM; lacuna qual precisa ter resposta tempestiva mediante regulação para não gerar insegurança jurídica e possíveis desincentivos à doação para fundos patrimoniais que constituam investidor-anjo ou que recebam aportes de investidores-anjo.

---

<sup>1</sup> Art. 2º, Lei Complementar n.º 182/2021. Para os efeitos desta Lei Complementar, considera-se:

I – investidor-anjo: investidor que 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.

<sup>2</sup> Art. 9º, inciso I, da LC n.º 182/2021.

## FUNDOS PATRIMONIAIS: DO CONCEITO AOS MEIOS DE INVESTIMENTO

Os fundos patrimoniais, também conhecidos como *endowments* ou fundos filantrópicos, se apresentam como instrumentos inovadores de gestão e de ampliação das fontes de receita para as instituições sem fins lucrativos. Mostram, ainda, uma dimensão ousada no que se refere à possibilidade de participação de empresas em projetos de interesse público. Segundo a definição legal, um fundo patrimonial é um conjunto de ativos privados, que possui o intuito de constituir fonte de recursos de longo prazo mediante a preservação do montante principal e a aplicação dos rendimentos dos investimentos realizados em prol da sua missão finalística<sup>3</sup>.

Esta reunião de recursos decorre de doações de pessoas físicas ou pessoas jurídicas de direito privado, além de projetos de renda próprios e, dentre outros, de editais ou de patrocínios. Por apresentar essas singularidades possui características como a reunião de recursos destinados à finalidade pública, a boa governança, a presença de instituição sem fins lucrativos, o rendimento do montante investido no fundo, além da capacidade de ser permanente e, conseqüentemente, gerar sustentabilidade financeira à instituição ou causa apoiada (Scaff *et. al.*, 2021, p. 335).

Quanto à natureza jurídica dos fundos patrimoniais, é importante considerar que são distintos dos fundos de investimento. Nestes, a partir do regime jurídico de condomínio, os cotistas desempenham um papel relevante na deliberação a respeito das questões envolvendo o fundo, em contrapartida ao papel assumido pelos doadores nos fundos patrimoniais, que não se vestem de cotistas, pois não recebem quaisquer dividendos do fundo e, em regra, não deliberam sobre o seu futuro (Scaff *et. al.*, 2021, p. 335-336), de modo a evitar a administração em benefício próprio.

Essa diferença resulta de uma distinção mais profunda quanto à finalidade dos fundos em questão, uma vez que os fundos patrimoniais têm como objetivo financiar a instituição ou causa que apoiam, ao passo que os fundos de investimento visam gerar benefícios privados para seus cotistas (Scaff *et. al.*, 2021, p. 336).

O regime jurídico brasileiro dos fundos patrimoniais determina um regramento específico quanto à estrutura e órgãos, bem como sobre a gestão dos recursos arrecadados pelo fundo e sua possível aplicação enquanto forma de investimento<sup>4</sup>.

No que se refere aos órgãos, a Lei n.º 13.800/2019 determina expressamente quem são os personagens implicados na constituição e gestão de um fundo patrimonial<sup>5</sup>: a instituição apoiada, a organização executora e a organização gestora. A instituição apoiada pode ser pública, deve ser sempre sem fins lucrativos e destinada à realização da finalidade de interesse público que justifique o apoio do fundo patrimonial. São classificados como instituição apoiada os beneficiários de programas, projetos ou atividades financiadas com os recursos do fundo.

As organizações executoras são as responsáveis pela execução dos programas e dos projetos vinculados às finalidades de interesse público. Do mesmo modo, elas também devem ser instituições sem fins lucrativos e não há, na legislação sob análise, previsão exaustiva acerca dos seus órgãos internos.

A organização gestora do fundo patrimonial – necessariamente uma associação ou fundação privada – será sempre uma instituição de direito privado sem fins lucrativos e deve atuar exclusivamente na captação e gestão das doações de pessoas físicas e jurídicas de direito privado. A organização gestora foi identificada como principal elemento estruturante da gestão dos fundos patrimoniais, seja por sua composição, seja por sua estrutura ou pela relevância na administração dos recursos captados.

É relevante mencionar que há uma relação de simbiose entre os fundos patrimoniais e a

<sup>3</sup> Art. 2º, Lei n.º 13.800/2019. Para fins do disposto nesta Lei, consideram-se: (...)

IV - fundo patrimonial: conjunto de ativos de natureza privada instituído, gerido e administrado pela organização gestora de fundo patrimonial com o intuito de constituir fonte de recursos de longo prazo, a partir da preservação do principal e da aplicação de seus rendimentos.

<sup>4</sup> Nesse sentido, a Lei nº 13.800 de 2019 elenca os tipos de doações, o que mostra um avanço bastante significativo na cultura da doação.

<sup>5</sup> Art. 2º, inc. I, II e III, do referido diploma legal.

organização gestora, pois os fundos não possuem personalidade jurídica própria e têm seu patrimônio segregado apenas de maneira contábil<sup>6</sup>, sendo a organização gestora é responsável por administrar os recursos do fundo, os quais devem ser aplicados na finalidade da instituição apoiada.

A composição da organização gestora também é prevista pela legislação em questão, com um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal. Há, também, um Comitê de Investimentos vinculado à estrutura do fundo patrimonial em si. É possível a remuneração dos membros dos três órgãos pela organização gestora, de acordo com o rendimento do fundo<sup>7</sup>.

O Conselho de Administração tem competência para deliberar sobre as matérias listadas no art. 9º da Lei n.º 13.800/2019<sup>8</sup>, inclusive a respeito da política de investimentos, das normas de administração e das regras de resgate e utilização dos recursos, bem como acerca das demonstrações financeiras e da prestação de contas da organização gestora de fundo patrimonial.

Ao Conselho Fiscal, incumbe a emissão de pareceres ao Conselho de Administração versando sobre a fiscalização dos gestores do fundo patrimonial e as contas da organização gestora. Os membros do Conselho Fiscal são escolhidos pelo Conselho de Administração e devem ser pessoas idôneas e com formação em administração, economia, contabilidade ou ciências atuariais<sup>9</sup>.

O Comitê de Investimentos, obrigatório aos fundos patrimoniais cujo patrimônio seja superior a R\$ 5.000.000,00, possui competência para recomendar a política de investimentos e as regras de resgate e de utilização dos recursos ao Conselho de Administração; coordenar e supervisionar a atuação dos responsáveis pela gestão dos recursos; e elaborar relatório anual sobre as regras dos investimentos financeiros, do resgate e da utilização dos recursos, bem como sobre a gestão dos recursos do fundo patrimonial<sup>10</sup>.

Os membros desse Comitê são escolhidos pelo Conselho de Administração e devem ser comprovadamente idôneos e possuir conhecimento e experiência no mercado financeiro ou de capitais, além de registrados na Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A aplicação financeira do fundo patrimonial poderá ser realizada por pessoa jurídica gestora de recursos registrada na CVM e autorizada pelo Conselho de Administração<sup>11</sup>.

Sobre a gestão dos recursos, merece especial atenção o modo de utilização da receita, porque há vedação da transferência de valores advindos de instituições de direito público para fundos patrimoniais<sup>12</sup>. Veda-se, também, a destinação de recursos para pagamento de despesas correntes de instituições públicas apoiadas<sup>13</sup>. Relevante pontuar que não há possibilidade de retorno financeiro aos doadores em todas as modalidades de doação<sup>14</sup>.

São três as modalidades de doação previstas: a doação permanente não restrita; a doação

---

<sup>6</sup> São segregados os patrimônios dos instituidores, da instituição apoiada, da organização gestora e do fundo. Por isso, as obrigações assumidas por cada agente envolvido neste processo – instituição apoiada, organização gestora e organização executora – cabem somente a si, sem responsabilidade dos demais pelo eventual descumprimento dessas obrigações, consoante previsão do art. 4º, parágrafos 2º e 3º, do referido diploma legal.

<sup>7</sup> Art. 12, caput, do referido diploma legal.

<sup>8</sup> Art. 9º, do referido diploma legal - Ao Conselho de Administração compete deliberar sobre:

I - o estatuto social, as normas internas relativas à política de investimentos, as normas de administração e as regras de resgate e utilização dos recursos, bem como publicizá-las; II - as demonstrações financeiras e a prestação de contas da organização gestora de fundo patrimonial, bem como aprová-las e publicizá-las; III - a composição do Comitê de Investimentos ou a contratação de que trata o § 1º do art. 10 desta Lei; IV - a composição do Conselho Fiscal; e V - a celebração dos instrumentos de parceria, suas alterações e as hipóteses de sua suspensão.

<sup>9</sup> Art. 11, incs. I e II, e parágrafo 1º, do referido diploma legal.

<sup>10</sup> Art. 10, incisos I, II e III, e parágrafo 4º, do referido diploma legal.

<sup>11</sup> Art. 10, parágrafos 1º e 3º, do referido diploma legal.

<sup>12</sup> Art. 17, caput, do referido diploma legal.

<sup>13</sup> Artigo 22, do referido diploma legal, excetuando-se a destinação às hipóteses dos incisos I, II, III e IV deste dispositivo: obras, inclusive para adaptação e conservação de bens imóveis, equipamentos, materiais, serviços, estudos necessários ao fomento, ao desenvolvimento, à inovação e à sustentabilidade da instituição pública apoiada; bolsas de estudos e prêmios por destaque nas áreas de pesquisa, inovação, desenvolvimento, tecnologia e demais áreas de interesse da instituição pública apoiada; capacitação e qualificação necessárias para o aperfeiçoamento do capital intelectual da instituição apoiada; e auxílios financeiros destinados à execução e à manutenção de projetos decorrentes de doações ou do patrimônio do fundo, aos programas e redes de pesquisa, ao desenvolvimento e inovação, diretamente ou em parceria, ou destinados a ações de divulgação científica e tecnológica para a realização de eventos científicos, à participação de estudantes e de pesquisadores em congressos e em eventos científicos e à editoração de revistas científicas.

<sup>14</sup> Art. 14, § 4º, do referido diploma legal.

permanente restrita de propósito específico e doação de propósito específico. A doação permanente não restrita é incluída no patrimônio permanente do fundo e não pode ser resgatada, com faculdade de utilização de seus rendimentos em programas e projetos afins à finalidade objetivada pelo fundo patrimonial.

Outra modalidade de doação é a permanente restrita de propósito específico, a qual também é adicionada ao patrimônio permanente do fundo patrimonial e não pode ser resgatada, mas cujo rendimento tem utilização restrita aos projetos relacionados ao propósito definido no próprio instrumento de doação.

Além destas espécies, é prevista a doação de propósito específico, que é destinada a projeto definido no instrumento de doação e não pode ser imediatamente utilizada. Essa doação é acrescentada ao patrimônio permanente do fundo e o valor equivalente ao principal doado pode ser resgatado pela organização gestora a partir do que foi estabelecido no instrumento de doação<sup>15</sup>.

Fica claro, portanto, que a regulação não limita as espécies de investimento que podem ser realizadas pelos fundos patrimoniais e seus gestores. Mesmo as limitações atinentes às modalidades de doação previstas, como a doação permanente restrita de propósito específico e a doação de propósito específico, dizem respeito aos projetos que podem ser apoiados com os recursos ou ao momento de resgate da doação, não ao tipo de investimento que pode ser realizado com o valor doado.

Com isso, a política de investimento dependerá, em última análise, das próprias normas internas do fundo patrimonial, dentro do arranjo institucional estabelecido em lei quanto às competências para deliberar e fiscalizar sobre as questões envolvendo os investimentos. Nesse contexto, cada fundo terá sua própria política de investimentos.

A política de investimento deve buscar o maior retorno possível, levando em conta a sustentabilidade de longo prazo da entidade apoiada e mantendo equilíbrio com o ritmo de gastos e resgates definidos pela política de resgate (Pinheiro et al., 2023, p. 05). Em síntese, tanto a política de investimento quanto as regras de resgate devem assegurar um patrimônio capaz de gerar renda ao fundo, sem comprometer o atendimento ao propósito social estabelecido, que exige certa liquidez.

## STARTUPS E INVESTIMENTO-ANJO: O FOMENTO À INOVAÇÃO

A inovação ganhou lugar de destaque no ordenamento jurídico brasileiro, em especial, a partir da Emenda Constitucional n.º 85/2015, por meio da qual a ciência, tecnologia e inovação adentraram a ordem social da Carta Magna. Cabe ao Estado o incentivo e o fomento a inovação<sup>16</sup>. Com isso, surgiram e foram fortalecidos instrumentos de diversas naturezas voltados a esse setor, como incentivos fiscais e normas para trazer maior segurança jurídica ao arranjo jurídico-institucional, a exemplo do Marco Legal das Startups, a Lei Complementar n.º 182/2021.

É nesse contexto que entender o conceito de startup é fundamental para definição de parâmetros legais por parte do Estado e para criação de estratégias de mercado pelas empresas. Diante da complementariedade das definições na doutrina, as características básicas devem ser identificadas para a análise do conceito jurídico adotado no Brasil, presente no Marco Legal das Startups.

O fenômeno econômico das startups advém da segunda metade do século XX, na indústria de *venture capital*<sup>17</sup> do Vale Silício, pois sem a grande guerra e os recursos federais, as universidades e centros de pesquisa norte-americanos foram forçados a se reinventar na busca de novas fontes de financiamento para manter suas pesquisas e inovações, com destaque as fontes privadas, assim, criando uma estrutura institucional e econômica que possibilitou o surgimento posterior das startups (Silva, 2022, p. 50).

<sup>15</sup> Art. 14, §§ 1º, 2º e 3º do referido diploma legal.

<sup>16</sup> Art. 218 e seg. da CF/1988.

<sup>17</sup> *Venture Capital* pode-se entender como capital de risco, capital empreendedor, capital de investimento ou capital de ventura. É uma modalidade de investimentos alternativos utilizada para apoiar negócios de alto risco por meio de investimento-anjo ou por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as participações valorizadas para posterior saída da operação (Silva, 2022, p. 49).



De uma tradução literal da denominação de língua inglesa, startup significa *empresa nova*, ou que acabou de ser criada. No entanto, no universo do empreendedorismo, o conceito vai além: há quem defina uma startup como uma empresa que “buscar resolver um problema onde o sucesso não é garantido e a solução não é óbvia, ou mesmo, que startup é uma ideia/mentalidade” (Barbosa *et al.*, 2020, p. 42).

As startups envolvem um arranjo institucional altamente complexo com características próprias, resultado de um processo não-linear e com contingências da dinâmica da economia moderna, também chamada economia do conhecimento<sup>18</sup>, que repercute nas mais variadas áreas do direito.

O conceito de startup mais difundido na atualidade é uma união do que defendem os estudiosos do tema, nas palavras de Steven Blank (2014): “startup é uma organização temporária projetada para buscar por um modelo de negócios escalável e repetível que atua em ambiente de extrema incerteza”.

Nesse sentido, pode-se conceituá-la como uma organização empresarial de micro ou pequeno porte que oferece serviço ou produto disruptivo e/ou incremental, no qual possui uma organização singular pautada num modelo de negócio escalável e repetível em condições de incerteza.

Não obstante a fragilidade do sistema normativo e da dificuldade de definição com elementos homogêneos, é possível traçar algumas características que estão presentes nas startups: 1) está em estágio inicial, carece de processos organizacionais e internos mais sofisticados; 2) utiliza tecnologia no seu modelo de negócios; 3) possui perfil inovador; 4) possui forte controle de gastos e custos; 5) apresenta quase sempre a necessidade de capital de terceiros para operação inicial; 6) o produto ou serviço é operacionalizado por um produto mínimo viável; 7) produto ou ideia explorado é escalável; 8) modelo de negócios é repetível.

Nesse diapasão, a dinâmica da economia moderna e o surgimento das startups impeliu o Estado brasileiro a buscar instrumentos para contribuir com este fenômeno, pois, por atuarem em ambiente de extrema incerteza, a insegurança jurídica gerada pela ausência de uma definição normativa, bem como de um tratamento especial, as prejudicaria.

Assim, o primeiro movimento foi o Inova Simples<sup>19</sup>, no intuito de estabelecer um procedimento simplificado de abertura e fechamento desse perfil de empresa, em sede do Simples Nacional<sup>20</sup>. Fora estabelecido o conceito legal que startups são empresas de caráter inovador com escopo de aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos<sup>21</sup>. A Lei Complementar n.º 167/2019 também define dois tipos de startups, as *incrementais* quando trabalham com o melhoramento de algo já existente e as *disruptivas* quando relacionadas à criação de algo totalmente novo.

No art. 65-A, parágrafo 2º, houve a preocupação de reforçar que as startups se caracterizam por desenvolver inovações em ambientes de incerteza, o que enseja a necessidade de experimentos e validações, muitas vezes até de comercialização experimental antes da comercialização de seu serviço ou produto final, e, assim, a obtenção de receita.

Em 2021, foi promulgada a Lei Complementar n.º 182 de 2021, o Marco Legal das Startups, com o escopo de auxiliar o ecossistema empreendedor inovador<sup>22</sup> brasileiro, trazendo um conceito mais amplo de startups, ou melhor, o perfil de empresa que assim se enquadraria. Nesse sentido, startups

---

<sup>18</sup> Na atualidade o panorama econômico mundial está cada vez mais dominado por atividades de natureza virtual/digital e intangíveis. A chamada economia do conhecimento é caracterizada pela predominância de ativos intangíveis, onde o valor dos produtos e serviços está fundamentado em informação e dados. Exemplos claros dessa dinâmica são os mercados de software, a indústria multimídia, o setor de entretenimento e os serviços online, todos baseados na criação, distribuição e uso intensivo do conhecimento (Pereira, 2024, p. 90).

<sup>19</sup> Lei Complementar n.º 167/2019.

<sup>20</sup> Lei Complementar n.º 123/2006.

<sup>21</sup> “Art. 65-A. É criado o Inova Simples, regime especial simplificado que concede às iniciativas empresariais de caráter incremental ou disruptivo que se autodeclarem como startups ou empresas de inovação tratamento diferenciado com vistas a estimular sua criação, formalização, desenvolvimento e consolidação como agentes indutores de avanços tecnológicos e da geração de emprego e renda.

§ 1º Para os fins desta Lei Complementar, considera-se startup a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, os quais, quando já existentes, caracterizam startups de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam startups de natureza disruptiva”.

<sup>22</sup> O ecossistema empreendedor pressupõe a ação de atores interdependentes (consumidor, empresas, Estado etc.), tem caráter evolutivo e é o ambiente necessário para o surgimento de empresas de alto crescimento e inovação, em especial a tecnológica, possuindo 6 domínios: políticas públicas, capital financeiro, cultura, suporte (capital físico, órgãos de classe etc.), capital humano e mercados (Isenberg, 2011).

seriam organizações empresárias ou societárias, nascentes ou de operação recente, no qual sua atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados<sup>23</sup>. O Marco Legal das Startups revogou o art. 65-A e os parágrafos 1º e 2º da Lei Complementar n.º 123/2006. Assim, o conceito legal vigente no país é o do referido Marco Legal.

Também foi estabelecido que empresários individuais, empresas individuais de responsabilidades limitadas, sociedades empresárias, sociedades cooperativas e sociedades simples também são elegíveis para o tratamento especial para fomento de startups, sendo definidas em lei outras limitações<sup>24</sup>.

Com o surgimento das startups, também ganhou destaque a figura do investidor-anjo, termo originado do inglês *angel investor*, criado nos Estados Unidos no início do século XX. Inicialmente, designava investidores que financiavam produções teatrais da Broadway, assumindo os riscos do negócio e participando dos retornos financeiros dessas peças (Dealum, 2023).

Na atualidade, o termo designa uma pessoa de riqueza líquida elevada, o que muitas vezes é um investidor qualificado que de acordo com a *Securities and Exchange Commission – SEC*, agência reguladora americana equivalente a Comissão de Valores Mobiliários, é o indivíduo que possui riqueza superior a US\$ 1 milhão ou que ganhe mais de US\$ 200,000 por ano (Barros et. al., 2017, p. 49). Esse perfil de investimento – investidor-anjo –, é a mais antiga e maior fonte de recursos de capital para os estágios iniciais de empreendimentos de risco (Mason; Harrison, 2002).

Com o desenvolvimento do mercado financeiro, o investidor-anjo saiu da figura da pessoa física estendendo-se para pessoa jurídica, ocasionando a formação do que se denomina de investidor-anjo institucional, que pode ser conceituado como a pessoa jurídica ou fundo de investimento que pratica investimentos de alto risco com escopo de participar do retorno financeiro caso ocorra no futuro. Tal perfil, na atualidade, possui forte ligação ao ambiente de startups e empresas de tecnologia (Pimenta et. al., 2021, p. 83 e seg.)

Ressalta-se que, por se tratar de investimento de alto risco, exige-se profundo conhecimento prévio do mercado investido, pois, mesmo se tratando de investimentos em startups, tais novas fórmulas empresariais estão dispostas em variados mercados – da computação à biotecnologia, passando por questões de inteligência artificial, automação de processos, serviços jurídicos, química/mecânica fina<sup>25</sup> etc. Esse ambiente contribuiu para a formação de investidores-anjo institucionais, pois muitos fundos de investimento possuem equipes especializadas para analisar setores, propostas empresariais e a viabilidade da escalabilidade do produto ou serviço novo.

Em 2023 registrou mais de 8.000 pessoas físicas como investidores-anjo, alcançando investimentos próximos de 1 bilhão de reais, o valor em se tratando de investidores institucionais é muito maior, incluindo os recentes aportes de fundos estrangeiros para startups nacionais<sup>26</sup> (AB, 2023).

Nesse diapasão, no Brasil, o investimento anjo começou por volta da década de 1990, mas de

<sup>23</sup> Art. 4º da LC n.º 182/2021

<sup>24</sup> Art. 4º da LC n.º 182/2021:

§ 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

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

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

III - que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo:

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei n.º 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006.

<sup>25</sup> Química fina é o ramo da química que lida com produtos que requerem alto grau de pureza, utilizados na fabricação de fármacos, vacinas, pesticidas e defensivos agrícolas. A mecânica fina, por seu turno, trata do uso de alta tecnologia nos processos de fabricação mecânica, devido à resistência de materiais, manuseio e quantidade, um exemplo dessa indústria é a aeroespacial com a produção de aviões e turbinas.

<sup>26</sup> No ano de 2021, até o mês de junho foram mais de 3 bilhões de dólares de aportes para startups brasileiras advindo de capital externo (Shimabukuro, 2021).



modo sutil e de forma desorganizada. Em 1994, a CVM regulou o investimento de risco pela Instrução Normativa n.º 209, o que ensejou a criação dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes - FMIEEs, assim nascendo as primeiras *Venture Capital* no país, como por exemplo a Confrapar.

Porém, somente em 2021 o Marco Legal das Startups trouxe no seu bojo o conceito de investidor-anjo, ao determinar que é um investidor não considerado sócio, sem qualquer direito à gerência ou a voto na administração da empresa, bem como não responde por qualquer obrigação fruto das atividades econômicas empresárias e é remunerado por seus aportes<sup>27</sup>.

Destaca-se que o tratamento não ficou somente na definição legal de investidor-anjo, mas estabeleceu-se um princípio da regulação específica desse tipo de investimento. Foi estabelecido que contratos de investimento-anjo nos moldes do art. 61-D da LC n.º 123/2006, não se configuraram como parte integrante do capital social da empresa<sup>28</sup>. Porém, ficou a cargo da CVM estabelecer regulamento das regras para aporte de capital neste molde por força do art. 6º.

No mesmo sentido, o art. 9º estabeleceu que o investimento pode ocorrer por meio de fundo patrimonial destinado à inovação, no que tange as obrigações pecuniárias advindas de determinação normativa de entidades reguladoras setoriais. Em outras palavras, empresas com obrigações de investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação – PD&I, podem aportar em fundos patrimoniais com escopo em inovação para cumprir suas obrigações regulatórias. Também foi estabelecido que deverá ser obedecido o regulamento a ser definido pela CVM nos contratos e aportes de capital dessa natureza<sup>29</sup>.

O Banco Central do Brasil – Bacen não possui instrumento regulatório sobre esse perfil de investimento. De todo modo, a Procuradoria do Bacen, no Parecer Jurídico 516/2017-BCB/PGBC, define que deve ser obedecido o regramento estabelecido na Lei Complementar n.º 123/2006, no que versa o investimento-anjo e o contrato para o respectivo aporte, sendo que no caso de investimento estrangeiro observar-se-á as regras estabelecidas na Lei n.º 4.131/1962, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior.

No que tange a atuação reguladora da CVM, também inexistia regulação específica para investimento-anjo. A Instrução Normativa n.º 578 da CVM/2016 – que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações—FIPs<sup>30</sup> – é o instrumento que mais se aproxima de uma regulação sobre investimento de risco. Em seu Capítulo III, Seção I, é apresentada a nova classe FIP, o FIP-Capital semente, com escopo de investir em pequenas e médias companhias ou sociedades limitadas<sup>31</sup>.

Porém, a regulação desse perfil de fundo de investimento o afasta da possibilidade de se configurar como um investidor-anjo institucional, pois a IN n.º 578/2016 estabelece que o FIP-Capital semente deve manter no mínimo 90% de seu patrimônio líquido em determinados valores mobiliários, como por exemplo títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas que devem conferir ao FIP poder de participação no processo decisório da sociedade investida com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Entretanto, a LC n.º 123/2006 define que o aporte especial não pode conferir ao investidor-anjo qualquer direito a gerência ou voto na administração da sociedade<sup>32</sup>. Desse modo, a regulação de FIP-Capital somente não pode ser aplicada a investimento-anjo. Tal instituto exige, portanto, regulação própria por parte da CVM.

Nesse diapasão, percebe-se a necessidade de regulação pela CVM para sanar possíveis brechas regulatórias sobre o investimento-anjo no escopo de garantir a este perfil de investimento maior segurança jurídica, tanto às empresas beneficiadas quanto aos investidores, sendo eles pessoas físicas

<sup>27</sup> Art. 2º, I da Lei Complementar nº 182/2021.

<sup>28</sup> Art. 5º, VI da Lei Complementar nº 182/2021.

<sup>29</sup> Art. 9º, §2º, II da Lei Complementar nº 182/2021.

<sup>30</sup> Pode-se conceituar os FIPs como fundos que reúnem recursos de investidores para aplicar em empresas em desenvolvimento, sejam elas abertas, fechadas ou sociedades limitadas, com o objetivo de potencializar seu crescimento (B3, 2024).

<sup>31</sup> Art. 15 da Instrução Normativa CVM n.º 578/2016

<sup>32</sup> Art. 61-A, § 4º, I, da Lei Complementar n.º 123/2006.

ou jurídicas.

## INVESTIDOR ANJO E O REGRAMENTO DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS PATRIMONIAIS

O estudo realizado permite a formatação jurídica de três possibilidades em que a categoria do investidor-anjo pode ser conformada ao regramento de investimentos dos fundos patrimoniais, em uma análise de conformidade. São elas: a) os fundos constituírem investidores-anjo institucional<sup>33</sup>; b) o investimento em fundos de investimento que sejam investidores-anjo; e c) o recebimento de aporte de investidores-anjo quando houver obrigação regulatória vinculada ao investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Na primeira possibilidade, enquanto investidor-anjo institucional, em conformidade com a previsão da categoria do investidor-anjo no Marco Legal das Startups, os fundos patrimoniais podem, por meio da representação da organização gestora, realizar investimento-anjo. Isto ocorre em virtude de dois motivos principais. Em primeiro lugar, o investidor-anjo não é mais restrito à figura da pessoa física, estendendo-se para pessoa jurídica que constitua investidor-anjo institucional. Em segundo, a Lei n.º 13.800 de 2019 não limitou as espécies de investimentos passíveis de serem realizadas por fundos patrimoniais.

O tratamento legal dos fundos patrimoniais apenas menciona a aplicação de rendimentos na finalidade de interesse público apoiada, os quais pressupõem um investimento prévio, mas não um tipo específico de investimento<sup>34</sup>. Sendo assim, se for definida internamente, ou seja, dentro da estrutura organizacional do fundo, há a possibilidade de utilização dos recursos em investimentos de risco, nos moldes do investimento anjo, para aumentar os seus rendimentos, e, com isso, configurar o fundo patrimonial como investidor-anjo institucional.

Observa-se, ainda, que a ausência de personalidade jurídica própria dos fundos patrimoniais e a consequente relação simbiótica com a organização gestora enfraquece o arranjo jurídico-institucional quanto a essa modalidade de investimento, que possui como característica o alto risco. A presença de personalidade jurídica poderia facilitar a separação patrimonial do fundo em relação aos demais agentes envolvidos no investimento, bem como a identificação de mecanismos de responsabilidade.

A segunda possibilidade de conformidade envolve o investimento em fundos de investimento que sejam investidores-anjo. Isso viabiliza que os fundos patrimoniais, mediante seus gestores, invistam diretamente em fundos de investimento, que se configurem como investidores-anjo institucionais, gerando uma *cadeia* de investimento, na qual o fundo patrimonial aporta em um investidor-anjo institucional e este, por sua vez, realiza outro investimento em micro e pequenas empresas ligadas a inovação e tecnologia, como startups. Essa busca seria motivada em virtude do *know how* específico do mercado financeiro que esses fundos de investimento possuem<sup>35</sup>.

Uma pessoa física pode investir diretamente em startups como investidor-anjo ou investir num investidor-anjo institucional, caminho que também pode ser seguido pelos fundos patrimoniais. Não há incompatibilidade legal em nenhuma das opções. Esta segunda possibilidade é atrativa e vantajosa porque o investimento direto em startups requer um conhecimento de mercado aprofundado sobre os tipos de startups existentes e uma capacidade de avaliação da sua escalabilidade, o que pode não ser possível para um fundo patrimonial.

A flexibilidade dos fundos patrimoniais, diante de seu objetivo de sustentabilidade a longo prazo, permite a eles investimentos de menor liquidez, quando em comparação aos outros atores de mercado financeiro – que, em regra, buscam investimentos de alta liquidez. Esse elemento reforça as duas possibilidades anunciadas, pois o investimento-anjo constitui investimento de risco e de baixa liquidez.

<sup>33</sup> Cf. item 1 deste escrito sobre a relação simbiótica entre fundo patrimonial e organização gestora, de modo que mesmo no investimento-anjo o fundo patrimonial será representado pela organização gestora, na medida em que não possui personalidade jurídica própria.

<sup>34</sup> Art. 2º, incisos IV e VI da Lei nº 13.800 de 2019.

<sup>35</sup> Em português, o *know-how* em tradução literal é “saber como” ou “saber fazer”. Trata-se a todo o conjunto de conhecimentos e habilidades práticas que uma empresa ou profissional adquirem ao longo das atividades e que permite que sejam considerados especialistas em suas áreas.

O exemplo do crescimento dos principais *endowments* dos Estados Unidos da América por meio dos investimentos no mercado financeiro ilustra esse ponto. Esses *endowments* deixaram de deter-se em renda fixa e ações e passaram a realizar investimentos em ativos financeiros alternativos, com inovação e diversidade na categorização desses investimentos e dando grande importância a categorias de ativos em que se encontre gestores mais fortes (Lerner; Schoar; Wang, 2008, p. 11-12; Mulvey; Holen, 2016, p. 148-149).

Referido movimento só foi possível em virtude da possibilidade característica dos *endowments* – ou fundos patrimoniais – de não necessariamente buscar apenas investimentos com alta liquidez. Por isso, a natureza dos fundos patrimoniais permite a eles constituir investidores-anjo, bem como investir em fundos de investimento que constituam investidores-anjo.

Ao mesmo tempo, esse investimento geralmente não deve corresponder a valores significativos do patrimônio do fundo, pois o investimento-anjo possui alto risco. Essa avaliação, entretanto, dependerá da política de investimento de cada fundo patrimonial.

A atuação dos fundos patrimoniais nessa espécie de investimento precisa se basear em limites prudenciais<sup>36</sup> que considerem a própria prática de mercado relacionada ao investimento-anjo – comumente realizado por pessoa física ou jurídica de riqueza líquida elevada, que não vai destinar parte significativa de seu patrimônio a esse investimento, considerando que não há garantias de que a *startup* investida trará o retorno previsto. Ressalta-se que as omissões quanto ao regramento sobre os aportes recomendáveis aos fundos patrimoniais e em relação aos contratos que podem ser celebrados na realização desses investimentos geram insegurança jurídica ao arranjo escolhido.

Quanto à terceira possibilidade de conformação da categoria do investidor-anjo ao regramento de investimento dos fundos patrimoniais, observa-se o recebimento de aporte de investidor-anjo quando houver obrigação regulatória deste vinculada ao investimento em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Nesse caso, o fundo que recebe o aporte deve ser destinado ao apoio à inovação, conforme previsão do artigo 9º, inciso I, do Marco Legal das Startups. Nessa hipótese, não há quaisquer problemas para o fundo patrimonial, pois este apenas receberá uma doação de um investidor-anjo, não será o responsável por realizar o investimento.

As três possibilidades de formatação jurídica viabilizam a conformidade entre a categoria do investidor-anjo e o regramento de investimento dos fundos patrimoniais. Nos moldes constitucionais do art. 70 e da legislação infraconstitucional da transparência, deve-se realizar a prestação de contas.

Indica-se, neste ponto, uma lacuna normativa no que se refere à instituição de dever jurídico de prestação de contas específica cuja competência deliberativa é do Conselho de Administração da organização gestora do fundo patrimonial. Nesse cenário de omissão, o Conselho de Administração pode estabelecer as regras necessárias para garantir a segurança jurídica do investimento realizado, ainda que – existindo regulação da CVM – não possa haver contradição em relação a ela.

## CONCLUSÃO

O fomento à inovação por meio do Marco Legal das *Startups* encontra regramento conforme ao regime jurídico dos fundos patrimoniais no Brasil centralizado no instituto jurídico do investidor-anjo. Desse modo, a conformidade entre o regime de investimentos de fundos patrimoniais e o investidor-anjo evidencia um arranjo jurídico propício à inovação.

Os fundos patrimoniais são instrumentos inovadores de gestão e de ampliação das fontes de receita para as instituições sem fins lucrativos, apresentando ousada dimensão no que se refere à possibilidade de participação de empresas em projetos de interesse público. O regime jurídico brasileiro dos fundos patrimoniais determina um regramento específico quanto à estrutura e órgãos, bem como sobre a gestão dos recursos arrecadados pelo fundo e sua possível aplicação enquanto forma de investimento

Considerando que a Lei nº 13.800 de 2019 inova ao moldar a política de investimentos para os

---

<sup>36</sup> São requisitos mínimos e ajustes prudenciais a serem observados no processo de apreçamento de instrumentos *financeiros* avaliados pelo valor de *mercado* (Bacen, 2024).

fundos patrimoniais, porém, não dispôs de forma analítica ou restritiva sobre o tema, e partindo da premissa de que os fundos patrimoniais têm o objetivo de concretização de direitos humanos com vista ao desenvolvimento sustentável, não se identificou na investigação óbice legal para que esta lei fosse aplicável ao investidor-anjo. Diante disso, conclui-se que o investidor-anjo pode ser utilizado enquanto mecanismo de custeio para a política de investimento dos fundos patrimoniais.

Assim, o investidor-anjo previsto no art. 2º do Marco Legal das Startups se adequa ao desenho regulatório dos fundos patrimoniais na forma da Lei n.º 13.800/2019. Com a combinação entre o Marco Legal das Startups e a Lei n.º 13.800/2019, é possível ter maior segurança jurídica por meio dessas três hipóteses de conformidade relacionadas aos fundos patrimoniais como investidor-anjo.

Uma vez que se trata de investigação científica delimitada ao objeto, ultima-se ser necessário indicar que tais possibilidades, embora sejam exequíveis em nosso ordenamento jurídico, urgem de maior detalhamento e regulamentação no ambiente regulatório.

E visando maior estabilidade e segurança jurídica, conclui-se que a regulamentação dessas possibilidades ainda apresenta diversas lacunas, cuja responsabilidade recai sobre a CVM — especialmente porque o Banco Central declarou não dispor de instrumentos regulatórios para esse tipo de investimento. Tal omissão evidencia a urgência de uma atuação regulatória da CVM, sob risco de aumentar a insegurança jurídica e desestimular doações a fundos patrimoniais que realizam os investimentos aqui discutidos, devido à falta de critérios claros para o investimento-anjo.

Ademais, ainda que a prática seja interessante e viável para fundos patrimoniais, esse investimento, em regra, não deve representar valor significativo do patrimônio do fundo, porque são investimentos de alto risco, sem qualquer garantia de retorno. A atuação dos gestores dos fundos patrimoniais, nesse caso, deve ser pautada em limites prudenciais que não comprometam o futuro do próprio fundo.

Em última instância, a escolha sobre a espécie de investimento e a opção pelo investimento-anjo, tanto como investidor-anjo institucional quanto por meio do investimento em fundos que sejam investidores-anjo institucionais, dependerá da política de investimento de cada fundo patrimonial, a ser definida internamente.

Em qualquer caso, a utilização do investidor-anjo enquanto integrante da política de investimento dos fundos patrimoniais deve propiciar maior retorno econômico e segurança jurídica, considerando a sustentabilidade a longo prazo da entidade apoiada, em equilíbrio com o ritmo de gastos e resgate possível estabelecido a partir da política de resgate.

Não obstante, pela relevância do tema e possíveis aplicabilidades nas relações entre Estado, Empresas e Terceiro Setor, importa especificar que a dimensão normativa sobre a responsabilidade dos atores envolvidos ainda é omissa e carece de maior detalhamento em termos de disciplina legal.

Conclui-se, portanto, que não há incompatibilidade entre as regulações do investimento-anjo e dos fundos patrimoniais, que conjuntamente podem fornecer maior segurança jurídica à possibilidade de os fundos patrimoniais constituírem investidores-anjo, embora essa possibilidade ainda careça de maior regulação por parte da CVM.

## REFERÊNCIAS

B3. Fundos de Investimento em Participações. **Fundos de Investimentos**, 2024. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm). Acesso em: 17 jul. 2025.

BACEN. Procuradoria Geral do Banco Central. **Parecer Jurídico 516/2017-BCB/PGBC**. Parecer que examina consulta sobre como registrar, no Sistema Registro Declaratório Eletrônico (RDE), os aportes feitos em empresa de pequeno porte optante do Simples por “investidor-anjo” residente no exterior. Brasília: Procuradoria Geral do Banco Central, 2017.

BACEN. Regulação prudencial – normas. **Banco Central do Brasil**, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/regprudencialsegmentacao>. Acesso em: 15 jul. 2025.

BARBOSA, Anna Fonseca Martiset *al.* **Legal Talks: Startups à luz do direito brasileiro**. 2ª ed. Belo Horizonte: Editora Expert, 2020.

BARROS, Giovanni Evangelista et. Al. O papel de investidores-anjos em empresas investidas: um estudo exploratório com empresas do Estado do Rio de Janeiro. **Revista Cadernos de Gestão e Empreendedorismo**, 2017.

BLANK, Steven; DORF, Bob. **The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company**. Pescadero (EUA): K & S Ranch, 2014.

AB. O crescimento do Investimento Anjo no Brasil – Pesquisa 2023, ano base 2022. **Anjos do Brasil**, 2023. Disponível em: <https://www2.anjosdobrasil.net/pesquisa-de-investimento-anjo-2024/>. Acesso em: 19 set. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei Complementar nº 123, de 04 de dezembro de 2006**. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Brasília: Presidência da República, [2006]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm). Acesso em: 17 ago. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei Complementar nº 167, de 24 de abril de 2019**. Dispõe sobre a Empresa Simples de Crédito (ESC) e altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples. Brasília: Presidência da República, [2019]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp167.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp167.htm). Acesso em: 17 out. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **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. Brasília: Presidência da República, [2021]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp182.htm). Acesso em: 07 out. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei nº 4.131, de 03 de setembro de 1962**. Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, [1962]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4131.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4131.htm). Acesso em: 07 out. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **Constituição Federal, de 05 de outubro de 1988**. Brasília: Presidência da República, [1988]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 07 out. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei nº 13.800, de 4 de janeiro de 2019**. Autoriza a administração pública a firmar instrumentos de parceria e termos de execução de programas, projetos e demais finalidades de interesse público com organizações gestoras de fundos patrimoniais. Brasília: Presidência da República, [2019]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2019/Lei/L13800.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13800.htm). Acesso em: 07 out. 2024.



CVM. **Instrução Normativa nº 578 da CVM, de 20 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Brasília: Comissão de Valores Mobiliário, [2006]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

PINHEIRO, Lucas Gabriel Lopes *et. al.* Regulação e fundos patrimoniais: a formação de ambiente jurídico-institucional colaborativo e a modulação em tríplice hélice. **Revista Pensar**, v. 28, n. 1, p. 1-13, 2023.

PEREIRA, Luiz Felipe da Fonseca. **Política Fiscal e Inovação no Brasil: os incentivos da Lei do Bem e do FNDCT**. Londrina, PR: Editora Thoth, 2024.

ISENBERG, D. J. **The Entrepreneurship Ecosystem Strategy as a New Paradigm for Economic Policy: Principles for Cultivating Entrepreneurship**. Dublin: Institute of International European Affairs, 2011.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette; WANG, Jialan. Secrets of the Academy: The Drivers of University Endowment Success. **Journal of Economic Perspectives**, v. 22, n. 3, p. 207-222, 2008.

MASON, Colin M.; HARRISON, R. T. Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. **Journal of Business Venturing**, vol. 17, pp. 211-236, 2002.

MULVEY, John M; HOLEN, Margaret. The evolution of Asset Classes: Lessons from University Endowments. **The Journal of Investment Consulting**, v. 17, n. 2, p. 48-58, 2016.

OECD. **Innovation and Growth Rationale for Innovation Strategy**. Paris: OECD, 2007.

DEALUM. Best Practices of Angel Investing. **Dealum**, 2023. Disponível em: <https://dealum.com/resources/guidebook>. Acesso em: 14 jul. 2025.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Tradução de Luiz Antônio Oliveira de Araujo. São Paulo: Editora da Unesp, 2022.

SHIMABUKURO, Igor. Rumo ao ano histórico, startups brasileiras já receberam US\$ 3,2 bilhões em 2021. **Olhar Digital**, 2021. Disponível em: <https://olhardigital.com.br/2021/06/01/pro/startups-brasileiras-ja-receberam-32-bilhoes-de-dolares-em-2021/>. Acesso em: 20 out. 2024.

SCAFF, Luma Cavaleiro de Macêdo *et. al.* Financiamento da educação superior no Brasil e os fundos patrimoniais: um estudo sobre o fundo da escola politécnica da universidade de São Paulo. **Revista Meritum**, v. 16, nº 1, p. 327-347, Jan. – Abr., 2021.

SILVA, Maria Stela Campos *et. al.* Direito, Empreendedorismo & Startups: as Contribuições do Inova Simples para o Desenvolvimento do Ecossistema Empreendedor Brasileiro. **Revista Direito e Desenvolvimento**, João Pessoa, v. 13, n. 1, p. 46-62, jan./jun. 2022.

FONSECA PEREIRA, Luiz Felipe da; SCAFF, Luma Cavaleiro de Macêdo. Institucionalismo & Inovação: a Lei do Bem como Instituição Extrativista no Ecossistema Inovativo Nacional. **Revista Estudos Institucionais**, v. 7, n. 2, p. 629-648, maio/ago. 2021.

PIMENTA, Eduardo Goulart *et. al.* **Estudos sobre o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador.** Belo Horizonte: Editora Expert, 2021.