

Identificação de lacunas regulatórias no investimento anjo no Brasil

Identificação de lacunas regulatórias no investimento anjo no Brasil

Título: Identificação de Lacunas Regulatórias no Investimento Anjo no Brasil
Coordenação: Associação Brasileira de Startups
Ano de Publicação: 2025
Local de Publicação: São Paulo - SP
Número de Páginas: 65 páginas
Assinado: Ingrid Barth, Presidente do Conselho da Associação Brasileira de Startups

Resumo

Este estudo analisa as lacunas regulatórias que impactam o investimento anjo no Brasil, uma modalidade vital para o financiamento de startups em estágios iniciais. A pesquisa combina revisões bibliográficas, dados empíricos e comparações internacionais, proporcionando uma visão abrangente do ecossistema de investimento anjo e suas regulamentações. O objetivo é apresentar recomendações para aprimorar o ambiente regulatório e fomentar o crescimento de startups no país.

Palavras-chave

Investimento anjo, regulamentação, startups, Brasil, ecossistema empreendedor, políticas públicas, tributação.

Prefácio

Este estudo, intitulado “Identificação de Lacunas Regulatórias no Investimento Anjo no Brasil”, surge em um momento crucial para o ecossistema de startups brasileiro. O crescimento exponencial das startups no país, especialmente na última década, trouxe à tona a necessidade urgente de uma análise aprofundada das lacunas regulatórias que afetam o investimento anjo, uma modalidade de financiamento vital para a inovação e o desenvolvimento de novas empresas.

A motivação para a escrita deste trabalho decorre da observação da queda no investimento em startups desde 2021, que, apesar de um aumento significativo em anos anteriores, revela fragilidades no ambiente de financiamento. O investimento anjo se destaca como uma das principais fontes de capital, especialmente em estágios iniciais, onde o acesso a outras formas de financiamento é limitado. Portanto, compreender como as regulamentações existentes impactam essa modalidade de investimento é essencial para promover um ambiente favorável ao crescimento das startups.

Nesta obra, apresentamos uma análise abrangente que combina revisões bibliográficas, estudos de caso internacionais e dados coletados através de surveys e entrevistas com investidores e empreendedores. O texto está organizado em capítulos que abordam desde o marco regulatório vigente, passando por comparações internacionais, até a percepção de investidores e as dinâmicas do ecossistema de startups no Brasil.

A estrutura do documento é dividida em seções que exploram as características do investimento anjo, a regulamentação brasileira e comparações com outros países, além de uma análise da percepção dos investidores sobre o ambiente tributário e regulatório. Cada capítulo é enriquecido por dados empíricos que ilustram a realidade do investimento anjo no Brasil, proporcionando insights valiosos para formuladores de políticas, investidores e empreendedores.

Acreditamos que este estudo não apenas preencherá lacunas de conhecimento sobre a temática, mas também servirá como um guia para a formulação de políticas públicas que incentivem o investimento anjo no Brasil. Ao final, esperamos que as recomendações apresentadas contribuam para um ambiente mais robusto e inovador, capaz de impulsionar o desenvolvimento econômico e social do país.

Estamos entusiasmados em compartilhar este trabalho, que reflete a colaboração e o empenho de diversas instituições e especialistas envolvidos no ecossistema de startups. Que este estudo inspire ações concretas e efetivas para a melhoria do investimento anjo no Brasil.

Agradecimentos parceiros

Gostaríamos de expressar nossa profunda gratidão aos parceiros que gentilmente cederam seu tempo, conhecimento e compartilharam suas experiências para as entrevistas que enriqueceram este estudo. Em particular, agradecemos a Bruno Katayama, Cassio Spina, Daniel Chalfon, Jaana Goeggel, Marina Ratton e Tatiana Pomar por suas valiosas contribuições.

Estendemos nosso agradecimento a todos os investidores do Brasil que participaram do survey. Suas respostas foram fundamentais para a realização deste estudo e para o avanço do entendimento sobre o perfil e o papel dos investidores anjo no ecossistema de startups brasileiro.

Gostaríamos de agradecer aos nossos grandes parceiros Wellington Nunes de Oliveira e Acácio Thelechi da ARW Political Advsory, por compartilharem seus conhecimentos sobre o cenário político e regulatório que impacta o investimento anjo no Brasil, bem como internacionalmente. Agradecemos também a Guilherme Araujo, Rodrigo Borges e Phillip Günther do escritório Carvalho Borges Araujo, por suas valiosas contribuições jurídicas e tributárias relacionadas ao investimento anjo.

Por fim, reconhecemos o trabalho árduo e a dedicação de nossa equipe da Associação Brasileira de Startups e do Banco Interamericano de Desenvolvimento, que foi fundamental para o sucesso deste estudo. Agradecemos a todos pela expertise, entusiasmo e colaboração durante todo o processo de pesquisa.

Resumo

O estudo “Identificação de Lacunas Regulatórias no Investimento Anjo no Brasil” analisa as deficiências nas regulamentações que afetam o investimento anjo, uma modalidade crucial de financiamento para startups em estágios iniciais. A pesquisa combina revisões bibliográficas, dados empíricos e comparações internacionais para oferecer uma visão abrangente do ecossistema de investimento anjo no Brasil e suas regulamentações. O objetivo é apresentar recomendações que aprimorem o ambiente regulatório e incentivem o crescimento das startups no país. O estudo destaca a importância do investimento anjo para o desenvolvimento econômico e social, além de identificar desafios como altas taxas de juros, tratamento tributário desfavorável e insegurança jurídica. Ao final, são propostas diretrizes para fortalecer o ecossistema de investimento anjo brasileiro.

SUMÁRIO

■ Introdução	06
Características do investimento anjo no Brasil	08
■ O Investimento Anjo	12
Dimensões e aspectos	12
■ Ambiente Regulatório no Brasil	13
Avaliação do ambiente regulatório	14
Avanços a serem destacados	15
Tributação das operações de renda fixa não isentas	16
■ Avaliação Comparativa (Benchmarking)	17
Dimensão tributária	18
Tributação em países da União Européia	19
Tributação em países selecionados	20
Políticas públicas específicas	21
Programas em países selecionados da União Europeia	22
Programas em países selecionados	23
Cooperação entre os setores público e privado	24
Posição dos países no GII e no Global Innovation Index	26
Analisando as diferenças observadas	27
■ Os Investidores e os Investidos Brasileiros	
Quem são e o que eles pensam?	29
Perfil do investidor anjo	30
Perfil das startups	31
Percentual de startups por investimento (em R\$)	31
Síntese dos Resultados e Insights obtidos	32
■ Análise Tributária	36
■ Oportunidades e Recomendações	41
■ Referências	43
■ Anexos	
ANEXO I - Roteiro do Survey (Investidor-anjo)	44
ANEXO II - Roteiro para entrevistas qualitativas	61
ANEXO III - Roteiro para entrevistas qualitativas	62
ANEXO IV - Roteiro para entrevistas qualitativas	63

INTRODUÇÃO

2010s

O ecossistema de startups no Brasil cresceu consideravelmente na década dos 2010s, destacando-se como o ecossistema mais dinâmico da região LAC.

2011 - 2021

Entre 2011 e 2021, o financiamento de venture capital para startups no país aumentou 64 vezes, de US\$ 0,1 bilhão em 2011 para US\$ 9,4 bilhões em 2021, o que implicou uma taxa de crescimento anual composta de aproximadamente 52% durante o período e representou cerca de 60% de todo o financiamento de startups na região LAC. Até o final de 2021, o país também era a base de mais da metade de todas as empresas na região LAC que haviam atingido o status de unicórnio.

2021

Além disso, o país aprovou o Marco Legal das Startups em 2021, modernizando o ambiente regulatório para startups e criando as condições para simplificar o uso de novos instrumentos e fontes de financiamento para startups, incluso as compras públicas como uma fonte potencialmente poderosa de financiamento para startups com soluções inovadoras para os desafios que o governo deseja enfrentar.

2021-2023

Não obstante, houve uma queda no investimento de startups desde a quebra da bolha em 2021, com o montante caindo para aproximadamente US\$ 4,5 bilhões em 2023.

Essa queda também destacou algumas fragilidades e desafios para o ecossistema de startups do país, como os altos níveis de concentração de investimentos em um pequeno número de empresas, setores, regiões geográficas, e nas fases mais avançadas do ciclo de financiamento. Mesmo no alto de 2021, as rodadas de Pré-Seed, Seed e Anjo só totalizaram aproximadamente US\$236 milhões, ou menos de 2,5% do financiamento total de startups. A disponibilidade de mais capital empreendedor e conhecimento nas etapas iniciais das startups poderia ajudar a trazer mais robustez e diversificação no ecossistema de startups no país.

Uma das principais formas de captação de investimentos utilizadas pelas startups se dá pelo investimento-anjo. Essa forma de financiamento é especialmente relevante em estágios muito iniciais, nos quais o acesso a outras fontes de financiamento, como capital de risco ou financiamento público, pode ser limitado, devido à falta de histórico ou garantias substanciais. Sendo assim, essa modalidade de investimento desempenha um papel crucial no ecossistema de startups, uma vez que fornece capital vital para que empreendedores possam desenvolver suas ideias, criar produtos ou serviços e iniciar suas operações.

O termo “investidor-anjo” é amplamente utilizado para se referir aos indivíduos que investem capital próprio em startups e oferecem orientação estratégica para impulsionar o crescimento e o sucesso dessas empresas. Esses investidores, geralmente, são empresários, executivos e profissionais liberais que, além de fornecerem recursos financeiros, agregam conhecimento técnico, experiências e sua rede de contatos valiosos, especialmente para startups que estão ingressando no mercado. Segundo a Anjos do Brasil (2022), organização sem fins lucrativos que fomenta o investimento anjo, essa modalidade traz consigo inteligência e experiência para as empresas em fase inicial, o que lhe confere o apelido de “smart money”.

É fundamental destacar que o investidor-anjo não se configura como sócio da startup, tampouco desempenha funções executivas dentro da empresa. Sua remuneração está atrelada aos aportes realizados, que, por sua vez, não se confundem com o capital social da empresa e não configuram receita. O investidor-anjo, apesar de

receber equity e, em alguns casos, direitos de votação relacionados ao seu investimento, não se configura como sócio gestor da startup, nem desempenha funções executivas dentro da empresa. Sua remuneração está atrelada ao sucesso da empresa, por meio da valorização de suas participações, o que o diferencia de um sócio típico ou de um investidor institucional. Ademais, os aportes realizados pelo investidor-anjo são contabilizados de forma distinta do capital social da empresa, refletindo sua natureza de participação de risco sem implicações diretas na gestão ou no dia a dia operacional. Esta relação entre investidor e startup é formalizada através de um contrato de investimento. Ainda, vale destacar que os investidores-anjo assumem riscos significativos, considerando que uma grande parcela das startups pode não alcançar o sucesso, o que implica na possibilidade de perda total do investimento. Estudos indicam que aproximadamente 90% das startups falham, sendo que cerca de 42% encerram suas atividades por não atenderem às necessidades do mercado. No Brasil, dados do Sebrae revelam que apenas 22,9% das empresas fundadas em 2009 mantiveram suas portas abertas até 2019, evidenciando a elevada taxa de mortalidade empresarial no país.

Diante do exposto, o objetivo primordial deste estudo é examinar as lacunas regulatórias que impactam o investimento-anjo no Brasil, bem como, fornecer uma atualização abrangente dos dados relacionados a essa modalidade de investimento no país. Para alcançar os objetivos, adotamos uma abordagem metodológica diversificada, que combina diferentes instrumentos para uma análise detalhada e multifacetada. Dessa forma, este trabalho baseou-se em revisões bibliográficas para consolidar conhecimentos existentes, complementadas por análises documentais que mapeiam as regulamentações; benchmarking com a realidade internacional, considerando os seguintes casos: Argentina, Brasil, China, Estados Unidos, Índia, Israel, México, nove países da União Europeia e o Reino Unido; coleta de dados quantitativos, conduzida por meio de questionários estruturados, buscando obter insights mais precisos sobre

o panorama atual do investimento-anjo no Brasil; entrevistas em profundidade com stakeholders-chave para proporcionar uma compreensão mais rica, destacando nuances e percepções que não podem ser totalmente capturadas por métodos puramente quantitativos; e uma análise tributária para explorar alternativas e considerar possíveis modelos que possam otimizar a tributação do investimento-anjo. Essa abordagem metodológica integrada visa fornecer uma análise robusta, contribuindo significativamente para o entendimento e aprimoramento do ecossistema de investimento anjo no país.

A relevância do investimento-anjo para o sucesso das startups é destacada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu estudo “Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors” (2011). O estudo, que analisou 32 países, incluindo o Brasil, revela que o capital e o apoio providenciados por investidores anjo são vitais para o crescimento e a prosperidade de empresas em estágio inicial, especialmente em cenários onde outras fontes de financiamento podem ser limitadas.

Adicionalmente, um estudo de Lerner et al. publicado no Journal of Financial Economics reforça o impacto positivo do investimento-anjo em startups em diversos países. Segundo os resultados, startups financiadas por investidores-anjo têm entre 14% e 23% mais chances de sobrevivência nos primeiros 1,5 a 3 anos, além de registrarem um crescimento de 40% no número de empregados em comparação às startups que não recebem esse tipo de financiamento. O estudo também aponta que o investimento-anjo

aumenta em 10% a 17% a probabilidade de um “exit” bem-sucedido, além de ser um fator relevante para a obtenção de financiamento subsequente em muitos mercados fora dos Estados Unidos, onde os investidores-anjo desempenham um papel importante como credenciadores ou facilitadores de capital de seguimento.

O investimento-anjo no Brasil possui características que refletem o contexto único do ecossistema empreendedor do país, ao mesmo tempo em que compartilha similaridades com práticas observadas globalmente. Sua relevância no fomento ao empreendedorismo é evidenciada por aspectos como a diversidade dos setores apoiados, o crescente volume de capital investido e a adaptação às condições econômicas e regulatórias locais. Essas particularidades tornam o investimento-anjo uma peça-chave no desenvolvimento de startups em estágio inicial no Brasil. As principais características que evidenciam a relevância dessa modalidade de investimento incluem:



• **Preenchimento da lacuna de financiamento:** startups em fase inicial frequentemente enfrentam dificuldades em acessar capital tradicional, e os investidores-anjo suprem essa lacuna ao fornecer recursos financeiros e suporte essencial para o crescimento dos negócios. Segundo o estudo da Associação Brasileira de Startups (ABStartups), 70% das startups apontam o acesso a capital como um dos maiores desafios enfrentados no Brasil;

• **Estímulo à inovação:** o investimento-anjo impulsiona a inovação ao apoiar ideias disruptivas que muitas vezes são consideradas arriscadas por investidores tradicionais. De acordo com dados do Sebrae, cerca de 20% das startups apoiadas por investidores-anjo operam em setores altamente inovadores, como inteligência artificial, biotecnologia e energias renováveis;



• **Desenvolvimento de novos negócios:** além de financiar startups, os investidores-anjo muitas vezes atuam como mentores, compartilhando sua experiência e rede de contatos. Um levantamento realizado pela Anjos do Brasil destaca que 92% dos investidores-anjo no país também oferecem apoio estratégico às startups, o que aumenta significativamente suas chances de sucesso;

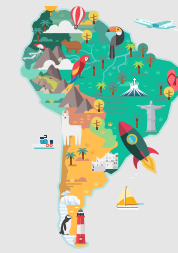
• **Impacto econômico e social:** o investimento-anjo promove tecnologias inovadoras, incentiva o empreendedorismo e gera empregos. Dados do Global Entrepreneurship Monitor (GEM) indicam que startups apoiadas por capital de risco, incluindo investidores-anjo, têm potencial para gerar até cinco vezes mais empregos do que negócios tradicionais no Brasil;



• **Fortalecimento do ecossistema de startups:** a atuação dos investidores-anjo contribui para a criação de um ecossistema de startups mais robusto e colaborativo no Brasil. Essa colaboração envolve diferentes atores, como universidades, centros de pesquisa, empresas e governo. O Brasil possui uma diversidade de hubs de inovação ativos, onde a interação entre esses agentes é fundamentalmente estimulada por investidores-anjo;



• **Internacionalização de startups:** esse tipo de investimento também facilita o acesso de startups brasileiras ao mercado internacional. Relatório da ApexBrasil mostra que cerca de 18% das startups apoiadas por capital de risco, incluindo investidores-anjo, conseguem expandir suas operações para outros países, sendo Estados Unidos e Europa os destinos mais comuns;



• **Adaptação às especificidades locais:** o investimento-anjo no Brasil considera as realidades locais e regionais. Essa adaptabilidade é crucial para o sucesso em um país de dimensões continentais e com grande diversidade socioeconômica e cultural. Um estudo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revela que o Brasil possui mais de 5.000 municípios, o que demanda soluções adaptadas a diferentes contextos;

• **Fomento à cultura empreendedora:** a presença de investidores-anjo ativos no Brasil incentiva o desenvolvimento de uma cultura empreendedora. Segundo a Anjos do Brasil, o número de investidores-anjo no país aumentou 9% em 2022, mostrando o impacto positivo na motivação de empreendedores a buscarem apoio financeiro e mentorias.



Em resumo, a importância do investimento-anjo no Brasil vai além do aspecto financeiro. Essa modalidade de investimento contribui para a construção de um ecossistema empreendedor dinâmico, inovador e sustentável, impulsionando o desenvolvimento socioeconômico do país.

Apesar dos impactos positivos e do grande potencial do investimento-anjo no Brasil, diversos desafios impedem o pleno desenvolvimento dessa modalidade de investimento no país. A superação desses obstáculos é crucial para impulsionar o ecossistema de startups e garantir o sucesso das empresas inovadoras:



• **Altas Taxas de Juros Reais:** as elevadas taxas de juros aplicadas a investimentos de alto risco, como o investimento-anjo, desencorajam a alocação de recursos em startups. A competição por rendimentos mais atrativos em outras opções de investimento, como renda fixa, torna o ambiente desfavorável para o financiamento inicial dessas empresas inovadoras;

• **Tratamento Tributário Desfavorável:** o tratamento tributário vigente para o investimento-anjo no Brasil não reconhece perdas e impõe encargos fiscais elevados sobre ganhos de capital, em comparação com modalidades de investimento de menor risco. Essa disparidade no tratamento tributário entre o investimento-anjo e aplicações financeiras de renda fixa torna essa forma de investimento menos atrativa em termos fiscais, prejudicando o progresso das startups;



• **Insegurança Jurídica:** A instabilidade no sistema jurídico nacional gera preocupações para os investidores-anjo, principalmente em relação a decisões judiciais de descon sideração da personalidade jurídica de empresas, especialmente em situações de falência. Segundo um relatório do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a descon sideração da personalidade jurídica tem sido aplicada de forma crescente no Brasil, com destaque para casos envolvendo startups e pequenas empresas. Esse cenário

cria incertezas legais que podem impactar negativamente o apetite dos investidores, ao aumentar o risco de responsabilização pessoal. Essas ações podem resultar em processos judiciais contra investidores que possuem participação nessas empresas, gerando incertezas e desencorajando novos investimentos. A mitigação desses desafios requer medidas que assegurem uma base jurídica estável e previsível para fomentar a confiança dos investidores no ecossistema de startups brasileiro.

Embora as startups representem apenas uma pequena proporção de empresas ou da atividade empresarial em geral, as startups dinâmicas têm um impacto desproporcional na geração de novas inovações, empregos e, particularmente, empregos altamente produtivos. No entanto, essas empresas enfrentam uma série de falhas de mercado, como aquelas relacionadas à assimetria de informações sobre seus produtos e sua frequente dependência desproporcional de ativos intangíveis, o que, por sua vez, resulta em maiores dificuldades na avaliação de seus perfis de risco e o aumento dos custos de financiamento que eles enfrentam, ou falhas de apropriação, nas quais seus produtos ou serviços inovadores podem ser rapidamente copiados pelo mercado antes que os benefícios possam ser adequadamente apropriados pelas empresas. Dadas essas falhas de mercado e os benefícios que as startups proporcionam a uma economia, existe uma justificativa para o uso de políticas públicas para abordar essas falhas de mercado e promover o desenvolvimento de startups dinâmicas.

Embora o investimento-anjo muitas vezes seja associado diretamente ao apoio a startups e empreendedores, seu impacto é amplo e significativo que transcende o âmbito imediato das empresas beneficiadas. Essa modalidade de investimento atua como um catalisador do desenvolvimento social e econômico, alcançando diversos atores na sociedade:



• **Ecossistema de Inovação:** ao fornecer capital e mentoria para startups em fase inicial, os investidores contribuem para a criação de um ambiente propício ao surgimento e crescimento de ideias disruptivas. Essa injeção de recursos e expertise impulsiona a pesquisa e o desenvolvimento de novas tecnologias, produtos e serviços, impulsionando a competitividade nacional e elevando o Brasil ao cenário global de inovação;

• **Administração Pública:** o impacto positivo do investimento se estende à Administração Pública. As startups que recebem esse tipo de investimento, ao se desenvolverem e prosperarem, geram empregos, aumentam a arrecadação de impostos e contribuem para o desenvolvimento de novas tecnologias que podem ser utilizadas para a resolução de problemas públicos. Além disso, as startups são potenciais parceiras da Administração Pública na busca por soluções inovadoras para lidar com os diferentes problemas públicos. Esse ciclo positivo contribui significativamente para o crescimento da economia brasileira;



• **Setores produtivos:** as startups introduzem novas tecnologias, abordagens inovadoras e soluções disruptivas que otimizam processos, reduzem custos, aumentam a eficiência e elevam a qualidade dos produtos e serviços. Essa dinâmica contribui para a modernização e o aprimoramento dos setores produtivos, impulsionando a competitividade e o crescimento da economia brasileira como um todo;

• **Sociedade Brasileira:** além da geração de empregos, o investimento-anjo impacta diretamente a qualidade de vida da sociedade brasileira. As startups que recebem esse tipo de investimento desenvolvem soluções inovadoras em áreas como saúde, educação, meio ambiente, agricultura e diversas outras. Essas soluções contribuem para a melhoria da saúde da população, o acesso à educação de qualidade, a preservação do meio ambiente, o desenvolvimento sustentável da agricultura e o bem-estar social como um todo;



Também é importante refletir **que as startups emergem como agentes-chave no combate aos desafios ambientais e sociais, impulsionando o desenvolvimento sustentável**. Ao desenvolver soluções inovadoras, as startups têm o potencial de transformar práticas comerciais, promovendo a sustentabilidade em diversas esferas. A colaboração entre startups e os diversos setores da sociedade permite a criação de um ecossistema sustentável, onde a inovação é guiada por princípios de responsabilidade ambiental e social, propiciando um impacto positivo duradouro no desenvolvimento sustentável.

Ao analisar o cenário nacional, observa-se que o investimento-anjo no Brasil tem apresentado um crescimento significativo nos últimos anos, apesar de ainda ser um mercado em desenvolvimento. Segundo a Anjos do Brasil, o número de investidores-anjo no país cresceu cerca de 9% entre 2021 e 2022, enquanto o volume de capital investido aumentou 11% no mesmo período. Esse avanço reflete uma maior conscientização sobre o papel estratégico desse tipo de investimento no fomento ao empreendedorismo e à inovação.

Entretanto, mesmo com essa evolução, os números brasileiros ainda são modestos quando comparados ao mercado norte-americano. A pesquisa da Anjos do Brasil (2023) revela que, em 2022, existiam aproximadamente 7.963 investidores-anjo no Brasil, os quais aportaram cerca de R\$984 milhões. Em comparação, nos Estados Unidos, esse número alcança 368 mil investidores-anjo, contribuindo com um montante expressivo de cerca de US\$22,3 bilhões. Notavelmente, o investimento total no Brasil representa apenas 0,9% do total investido nos Estados Unidos.¹

Essa disparidade evidencia uma significativa lacuna entre o Brasil e os Estados Unidos e, como ficará claro mais adiante, com outras partes do mundo também, ressaltando questões relacionadas ao tratamento tributário inadequado e à legislação defasada no que diz respeito ao incentivo ao investimento-anjo. Esses obstáculos têm impacto direto na capacidade do ecossistema empreendedor brasileiro de atrair investimentos essenciais para o crescimento e desenvolvimento das startups. A urgência de reformas tributárias e legais é evidente, a fim de proporcionar um ambiente mais propício ao florescimento desse tipo de investimento e, por conseguinte, ao sucesso das iniciativas empreendedoras, do fortalecimento do mercado interno e da neo-industrialização do país.

Em contraste com países como Reino Unido, França, Portugal e diversos estados norte-americanos, que possuem legislações específicas em nível estadual para incentivar o investimento-anjo, o Brasil ainda não dispõe de políticas direcionadas a essa modalidade de investimento. Essa lacuna legislativa também é levantada como um dos fatores para as dificuldades enfrentadas no crescimento do investimento anjo no país.

A implementação de políticas públicas direcionadas ao investimento-anjo, como já demonstrado em outros países, pode gerar um impacto positivo significativo nessa forma de investimento. O Brasil, com seu grande potencial inovador, necessita de medidas para impulsionar esse tipo de investimento e, consequentemente, o desenvolvimento do ecossistema de startups.

¹ É crucial destacar que os investimentos em cada país são denominados em suas respectivas moedas oficiais. No âmbito da literatura brasileira acerca do assunto, a conversão monetária não é uma prática, uma vez que existem questões mais profundas além das questões cambiais, tais como o contexto histórico e social subjacente.

O INVESTIMENTO ANJO

Neste capítulo embarcamos em uma jornada dupla onde, primeiro buscamos descrever os pontos-chave do marco regulatório vigente para startups no Brasil, a fim de facilitar a comparação com a realidade internacional. E na sequência, exploramos o cenário global de investimentos em startups e realizamos uma avaliação comparativa do ambiente regulatório para investimento em startups na realidade internacional considerando três dimensões principais:

- **Tributária:** avalia como o investimento em startups é tributado em diferentes países;
- **Políticas públicas específicas:** analisa a estrutura de incentivos específicos que cada país oferece para criar e desenvolver ecossistemas de startups;
- **Cooperação entre os setores público e privado:** considera aspectos relacionados à cooperação entre os setores público e privado, especialmente entre universidades e empresas, a fim de facilitar o processo de transferência de tecnologia e impulsionar a inovação.

Essas dimensões são analisadas considerando os seguintes casos: Argentina, Brasil, China, Estados Unidos, Índia, Israel, México, nove países da União Europeia e o Reino Unido.



Os casos foram escolhidos para contemplar a diversidade em três aspectos principais.



Em primeiro lugar, a diversidade em relação ao nível de desenvolvimento: isto é, a amostra contempla países ricos ou desenvolvidos, como os Estados Unidos, Reino Unido e a maioria dos integrantes da União Europeia; e nações em desenvolvimento como Brasil, Índia e China.



Em segundo lugar, a diversidade geográfica: países latino-americanos (Argentina, Brasil e México), europeus (integrantes da União Europeia), do Oriente Médio (Israel) e da Ásia (China e Índia).



Por fim, a amostra também é diversa do ponto de vista da robustez dos ecossistemas de startups que os países abrigam: há casos com ecossistemas desenvolvidos e vigorosos como Israel, Estados Unidos e Reino Unido; casos intermediários como China, Índia e alguns países da União Europeia; e casos menos desenvolvidos, embora em crescimento acelerado, como os latino-americanos (Argentina, México e Brasil).

Essa diversidade externa é importante, pois permite controlar os efeitos dessas variáveis exógenas (localização geográfica, nível de desenvolvimento e pujança do ecossistema), o que aumenta a probabilidade de que o ambiente regulatório para investimento em startups seja determinado por variáveis endógenas – como, por exemplo, escolhas de políticas públicas.

Vejamos, a seguir, como funciona o marco regulatório para investimentos em startups no Brasil.

AMBIENTE REGULATÓRIO NO BRASIL

Apesar de a demanda e a mobilização por um Marco Regulatório para Startups no Brasil remontarem a 2017, a Lei Complementar nº 182, que o institui, somente seria publicada em 1º de junho de 2021. Durante esse período, houve ampla participação de stakeholders tanto do governo (principalmente Ministério da Economia, Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações e Congresso Nacional) quanto da sociedade civil (diversos players do ecossistema, incluindo a Abstartups).

Desse processo, surgiram duas propostas legislativas: o [PLP 249/2020](#), proposto pelo Executivo após um longo período de discussões, incluindo uma audiência pública; e o [PLP 146/2019](#), de autoria de um deputado federal. As duas propostas tramitaram em conjunto e, após ampla negociação, a Câmara aprovou uma Emenda Substitutiva que foi enviada ao Senado, onde recebeu dezenas de emendas; aprovada no Senado a proposta precisou passar novamente pelo Plenário da Câmara. Finalmente aprovada, a medida foi convertida na Lei Complementar nº 182, conhecida como “Marco Legal das Startups”.

Embora trata-se de uma mudança recente, é relativamente consensual que a lei trouxe diversos avanços para o ecossistema de startups no Brasil. Nela foi definido desde o conceito legal startup, bem como foram estabelecidos os requisitos para uma empresa ser considerada startup, como o disposto no art. 4º da Lei Complementar nº 182/2021:

Art. 4º São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

§ 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 12 (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 nº 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 nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

No que se refere à dimensão tributária, há dois aspectos positivos principais.



O primeiro deles foi a adoção do **Simple Nacional** como regime tributário de referência para investimento-anjo, com exceção das Sociedades Anônimas. A inclusão destas últimas no Simples, aliás, foi uma das principais pautas do ecossistema durante a tramitação do Marco Legal, mas acabou derrotada.



O segundo aspecto a ser destacado é o enquadramento das startups no **Inova Simples**, um regime especial simplificado que concede, às startups autodeclaradas inovadoras, “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” (LC nº 182, Art. 65-A).

Dentre os mais variados instrumentos de investimento em startups previstos pelo Marco, a sua operacionalização ocorre principalmente por meio das seguintes operações: (i) mútuo conversível em participação societária e (ii) contrato de participação:

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

(...)

IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;

(...)

VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;

O mútuo conversível consiste em um contrato particular de mútuo, no qual existe a alternativa para o investidor optar por receber uma participação societária da startup, em vez de recuperar o montante investido e tem como objetivo viabilizar um investimento de risco na empresa e atrelá-lo mais a uma recompensa do que efetivamente a uma garantia do pagamento. Já o contrato de participação em startups, foi instituído pela Lei Complementar nº 155, alterando a Lei Complementar nº 123/2006, sendo aplicável, portanto, somente aos investimentos realizados em microempresas (ME) ou empresas de pequeno porte (EPP) optantes pelo Simples Nacional.

O avanço principal trazido pela nova lei é a segurança jurídica ao estabelecer que investidores não poderão responder por eventuais dívidas das empresas nas quais aportam recursos. Isso porque o investidor não é considerado um sócio e, portanto, não “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” (Idem, Art. 2º, item I). Vale notar que essa era uma das principais demandas do ecossistema, sob o argumento da convergência com a realidade internacional.

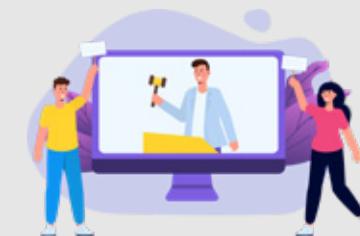
No que diz respeito à colaboração entre os setores público e privado, há três avanços a serem destacados.



O primeiro deles é a criação de um “ambiente regulatório experimental” (**sandbox**), no qual se pode testar novos produtos e serviços com uma certa flexibilidade regulatória, sem o risco de ser punido pelos órgãos reguladores – prática bastante difundida no cenário internacional, como estímulo a práticas inovadoras.



O segundo aspecto refere-se à utilização das **compras públicas para incentivar a contratação**, por parte de agentes governamentais, de serviços e soluções produzidas por startups.



Por fim, a nova lei cria uma **modalidade especial de licitação**, que permite à administração pública testar soluções inovadoras.

Por outro lado, sendo a política a arte do possível, sugestões importantes do ecossistema acabaram ficando de fora da Lei: a criação de incentivos tributários para promover o investimento-anjo; a inclusão de sociedades anônimas no regime tributário Simples Nacional; e a criação de um regulamento para incentivar as opções de ações (stock options)², frequentemente utilizadas como parte dos pacotes de remuneração para funcionários de empresas, especialmente em startups e empresas de tecnologia.

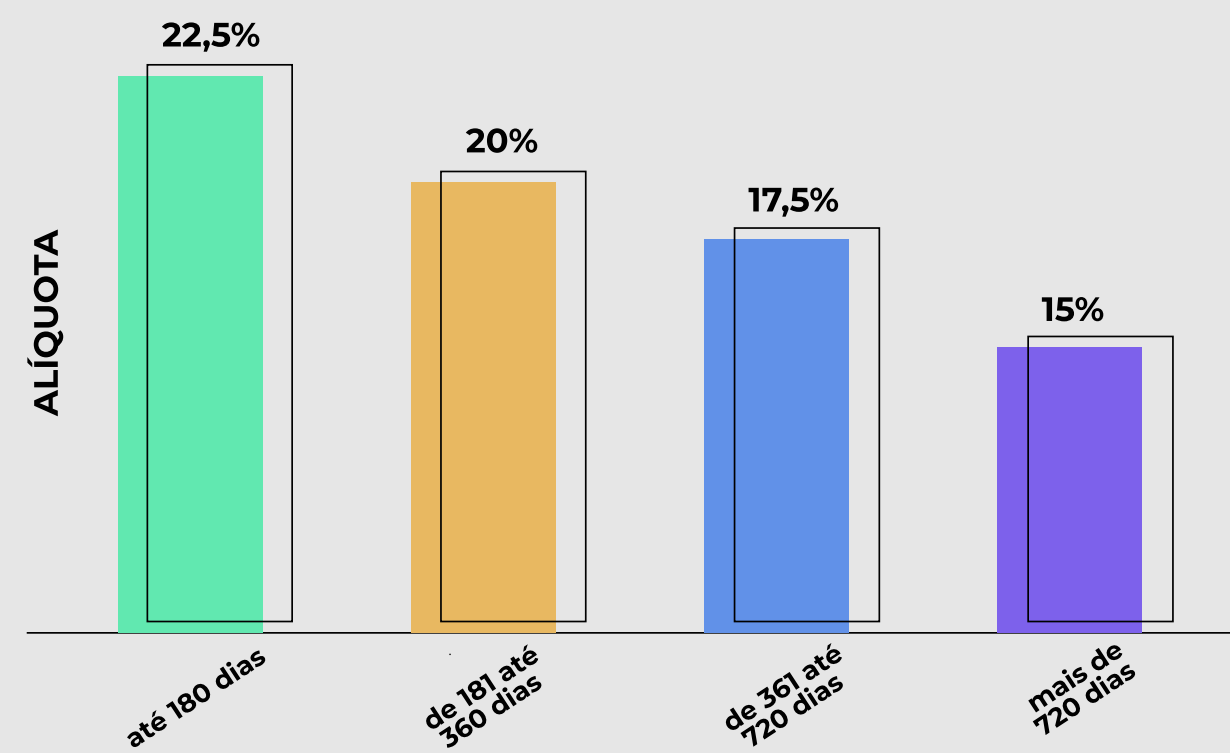
Tanto a criação de incentivos tributários específicos quanto a inclusão das sociedades anônimas no Simples estão relacionadas à questão tributária, uma espécie de calcanhar de Aquiles para o investimento em startups no Brasil. Na realidade internacional, como mostrado adiante, duas práticas são bastante comuns nesse tipo de investimento: isenção ou redução das alíquotas de imposto de renda sobre ganho de capital; e a possibilidade de deduzir parte do valor investido da base de cálculo do imposto devido pelo investidor: o Reino Unido, por exemplo, além da isenção de imposto de renda, permite a compensação de até 50% do valor do investimento em impostos devidos pelo investidor (Anjos do Brasil 2023).

² Já houve diversas tentativas de regular o assunto, mas nenhuma foi adiante. Atualmente, tramita na Câmara dos Deputados o PL 2724/2022, já aprovado pelo Senado.

Vale mencionar aqui um estudo, realizado por uma parceria entre a Anjos no Brasil e Grant Thornton Brasil, no qual utiliza-se uma modelagem financeira para projetar os efeitos na economia brasileira, caso passássemos a adotar os estímulos utilizados pelo Reino Unido. Em linhas gerais, o exercício mostra que, no médio prazo, haveria impactos positivos tanto no nível de investimento quanto na arrecadação de impostos (Anjos do Brasil 2017).

O Brasil não adota nenhuma das duas práticas mais comuns na realidade internacional. Em relação ao imposto de renda, os ganhos periódicos de capital auferidos pelos investidores estão sujeitas às mesmas taxas que incidem sobre investimentos financeiros não isentos: o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) é cobrado no momento do resgate, quando incidem alíquotas regressivas que variam de acordo com o prazo de permanência do investimento, como mostrado na tabela 1.

Tabela 1 – tributação das operações de renda fixa não isentas



Fonte: Schoueri e Mosquera (2021, p. 124).

A qualificação dos investimentos em renda fixa como “não isentos” é necessária porque diversas categorias deles possuem isenção de imposto de renda. Portanto, como vem argumentando a equipe da Anjos do Brasil, o investimento-anjo por aqui acaba sendo penalizado quando comparado a outras categorias de investimento financeiro muito menos arriscadas do que o aporte de recursos em startups. A tabela 2 compara este último a diversas categorias isentas, considerando a nível de risco envolvido na operação: como se nota, mesmo sendo o mais arriscado, o investimento em startups é o único tributado com IRRF – o que o coloca em desvantagem em relação a outras aplicações financeiras e desestimula esse tipo de investimento.

Tabela 2 – comparativo entre a tributação de diferentes tipos investimentos

Tipo de investimento	Risco	Tributação
Em startups	alto	15% a 22,5%
LCIs/LCAs/CRIs/CRA	baixíssimo	isento
Empresas de até R\$500 milhões listadas na Bolsa	intermediário	isento
Fundos de investimento imobiliários	baixo	isento
Debêntures incentivadas	baixíssimo	isento

Fonte: Anjos do Brasil (2023).

Em suma, em que pesem os avanços listados acima, é possível dizer que, do ponto de vista tributário, o Marco Legal das Startups não apenas perdeu a oportunidade de criar incentivos específicos à difusão do investimento anjo e venture capital, mas também de equiparar a tributação desse segmento, concedendo benefícios já oferecidos a investimentos de renda fixa. Também não houve nenhuma mudança no sentido de permitir a compensação de parte do dinheiro investido em startups, mediante o abatimento de um percentual desse valor em outros impostos devidos pelo investidor.

AVALIAÇÃO COMPARATIVA (benchmarking)

Nesta seção, conforme já mencionado, analisa-se o ambiente regulatório para investimento em startups no Brasil em perspectiva comparada com o que se observa em outras latitudes: Argentina, China, Estados Unidos, Índia, Israel, México, nove países da União Europeia, mais o Reino Unido. O objetivo não é descrever o sistema tributário de cada uma desses casos, mas identificar e sistematizar semelhanças e principalmente diferenças em relação ao caso brasileiro, considerando as três dimensões já mencionadas: tributária, políticas específicas e cooperação entre os setores público e privado.

Esse procedimento tem duas vantagens principais. Em primeiro lugar, permite verificar a defasagem existente no ambiente regulatório para o investimento em startups no Brasil, quando comparado com a realidade internacional. Em segundo, a partir da compreensão das defasagens, torna-se possível formular propostas de políticas públicas e medidas estratégicas direcionadas à redução dessas diferenças.



◆ Dimensão tributária

Em termos tributários, há dois aspectos que se destacam na realidade internacional, como já mencionado: redução de alíquotas ou isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital do investidor, no momento do desinvestimento; e a possibilidade de compensação de parte do valor investido por meio do abatimento (dedução) no imposto devido pelo investidor. O exemplo emblemático aqui é o do Reino Unido, que oferece a empreendedores e investidores um ambiente de negócios favorável e bem-estabelecido, regido pelo Enterprise Investment Scheme (EIS), instituído em 1994. Além do EIS, [há três regimes fiscais](#) concebidos para ajudar pequenas e médias empresas a crescer, atraindo investimento: Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS); Social Investment Tax Relief (SITR); e Venture Capital Trust (VCT).

Em linhas gerais, esses regimes oferecem benefícios fiscais para indivíduos que compram e mantêm novas ações, títulos ou ativos, por um período determinado (normalmente, algo entre 2 e 5 anos). Investidores cadastrados nesses regimes podem ter 100% de isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital, além de deduzir 50% do valor investido na base de cálculo para apuração do imposto devido. Os limites dependem do tipo de regime em questão: no caso do SEIS, voltado a negócios nascentes, há um teto de €250 mil e as empresas beneficiadas precisam ter menos de 25 funcionários; já no VCT, os limites são 15€ milhões e 250 funcionários. O SITR está fechado para novos investimentos desde 06 de abril de 2023.

Embora o Reino Unido não faça mais parte da União Europeia, seu sistema de taxas (EIS) tem sido usado como referência por muitos países do bloco. A tabela 3 resume os principais incentivos tributários para investimento em startups em nove países da União Europeia, mais o Reino Unido.



Tabela 3 – tributação sobre investimentos em startups em países selecionados da União Europeia

Medidas de Alívio Fiscal	País	Requisitos Importantes
Dedução de até de 20% no imposto de renda devido		Certificação pelo IAPMEI e investimento em startups de até 3 anos
Dedução de 25% a 45% no imposto de renda devido		Investimento de até €250.000 em startups de até 4 anos
Dedução de 18% no imposto de renda e 50% no imposto sobre fortunas		Permanência mínima de 5 anos e requisitos de PME
Subsídio de 20% na entrada (investimento) e de 25% na saída (desinvestimento)		Startups de até 7 anos e requisitos de PME
Dedução de até 40% no imposto de renda devido		Investimento de até €15 milhões, requisito de PME e lista de segmentos não elegíveis
50% dos dividendos e ganhos de capital estão isentos de imposto de renda		Exclusivo para participações qualificadas
Dedução de 20% a 30% no imposto de renda devido		Investimento de até €400.000 com permanência mínima de três anos
Dedução de até 50% no imposto de renda devido		Investimento máximo de €2,3 milhões por ano, dedução máxima de €75.500 por pessoa, por ano
Isenção de imposto de renda para até 90% das despesas qualificadas como P&D		Despesas qualificadas como P&D
Isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital e dedução de 50% do valor investido		Condições específicas para cada regime (SEIS, VCT)

Fontes: Altar.io e legislações tributárias específicas de cada país.

Incentivos tributários para investimento em startups, é claro, não são exclusividade dos países da União Europeia. Muitos países ao redor do mundo lançam mão desse tipo de recurso para criar e/ou desenvolver seus respectivos ecossistemas de startups. A tabela 4 resume as medidas de alívio fiscal, bem como requisitos importantes, para os demais países considerados neste estudo, incluindo o Brasil.

Tabela 4 – tributação sobre investimentos em startups em países selecionados

Medidas de Alívio Fiscal	País	Requisitos Importantes
Isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital e compensação de perda para investimentos		Permanência mínima de 5 anos e teto de US\$1 milhão para compensação
Compensação por perdas de até 80% do valor investido		Compensação válida por até 3 anos após o investimento e teto de 10 milhões de pesos mexicanos
Dedução de até 75% do valor investido no imposto de renda devido pelo investidor		Registro em órgão competente, ser pessoa física ou jurídica domiciliada na Argentina
Governo arcava com 50% do valor investido por fundos de capital de risco privados		O programa vigorou entre 1993 e 2000
Até 100% de isenção de imposto sobre ganhos de capital		Isenção válida por três anos em um período total de 7 anos, teto para faturamento de 250 milhões rupias indianas
Dedução de até 70% do valor investido no imposto de renda devido pelo investidor e isenção para ganhos de capital e dividendos		Permanência mínima de 2 anos, isenção válida para investimento em empresas inovadoras
Não há redução de alíquotas ou isenção de imposto de renda para investimentos em startups		Não se aplica

Fontes: Legislações tributárias específicas de cada país.

Na legislação brasileira não há nenhum dos dois benefícios observados na maioria dos países considerados: por um lado, não há isenção parcial ou total de imposto de renda sobre ganhos de capital investido em capital de risco, como observado por exemplo nos Estados Unidos e na Itália; por outro, também não subsídios ou compensações por perdas de valor investido, como nos casos da Alemanha e do México. Pelo contrário, como mostrado nas tabelas 1 e 2, o imposto de renda que incide sobre o investimento em startups no Brasil, além de ser tributado com as mesmas taxas praticadas na renda fixa, ainda não conta com as isenções praticadas em setores econômicos bastante estabelecidos como o agronegócio e a construção civil.

◆ Políticas públicas específicas para investimento em startups

Para além de vantagens tributárias, governos podem recorrer a um amplo leque de incentivos para estimular o investimento em startups. Pode-se lançar mão de subsídios, aportes diretos, criação de incubadoras, aceleradoras e centros de pesquisa, ampliar o investimento em pesquisa e desenvolvimento, entre muitas outras coisas. Um exemplo emblemático de como as coisas podem ser transformadas usando políticas públicas adequadas é o de Israel.

Antes de ser conhecido como “nação startup”, Israel era apenas um micro país, mais ou menos do tamanho do estado de Sergipe, com clima árido e sem água potável. As coisas começaram a mudar nos anos 1990, quando o governo decidiu criar programas de estímulo ao empreendedorismo. Um deles, como mostrou Eduardo Galvão, foi o Programa de Incubadoras Tecnológicas, cujo objetivo principal era “fomentar o empreendedorismo relacionado ao desenvolvimento de tecnologias comercializáveis” (Galvão, 2022, p. 77).

Logo depois, em 1993, foi criado o célebre Yozma, que pretendia estimular o surgimento e o desenvolvimento de uma indústria de capital de risco no país. Para conseguir isso, o governo passou a bancar 50% do investimento aportado pelos fundos privados: ou seja, para cada dólar investido pelos fundos, o governo israelense aportava outro. O programa rapidamente conseguiu [resultados expressivos](#): saindo de um volume de US\$58 milhões em 1991, o mercado de venture capital israelense atingiu US\$3,3 bilhões em 2000.

Além disso, o Yozma é um exemplo muito bem-acabado de uma política pública com começo meio e fim: instituído em 1993, depois de atingir o objetivo de consolidar uma indústria de capital de risco, já no final da década de 1990 todos os fundos criados com participação do Estado foram privatizados. Nesse período, como também mostrou Eduardo Galvão, os dez fundos originais do programa haviam se transformado em mais de oitenta (Galvão 2022, p. 77-78). Em paralelo, o país também investiu na criação de um ecossistema formado por centros de pesquisa, incubadoras tecnológicas e laboratórios de inovação.

O caso de Israel mostra como políticas públicas podem produzir incentivos para que se alcance objetivos previamente estabelecidos: no caso, a criação de um ecossistema pujante para o surgimento e o desenvolvimento de startups, que geram externalidades positivas como aumento nos níveis de emprego e renda da população, bem como do nível de arrecadação de impostos dos governos.

Na impossibilidade de analisar caso a caso as medidas implantadas, a tabela 5 resume as legislações específicas para investimento em startups e/ou capital de risco, para os mesmo nove países da União Europeia considerados anteriormente, mais o Reino Unido.



Tabela 5 – Programas de incentivos específicos para startups em países selecionados da União Europeiaia

Incentivos específicos	País	Fontes
IAPMEI		Governo de Portugal
Belgian Tax shelter		Governo da Bélgica
Não há lei específica, mas algumas despesas são dedutíveis		PwC
Invest		Business Angels Deutschland
The Employment & Investment Incentive (EII)		Governo da Irlanda
Italian Startup Act		Governo da Itália
Ley IRPF		Agência tributária da Espanha
Não há lei específica, mas algumas despesas são dedutíveis		PwC
Não há lei específica, mas algumas despesas são dedutíveis		PwC
SEIS e VCT		Governo do Reino Unido

Fontes: Legislações tributárias específicas de cada país.

O quadro 2, por sua vez, reúne o mesmo tipo de informação para os demais países considerados neste estudo. O objetivo aqui é reunir informações e fontes para que possam ser consultadas com facilidade. Vale notar que nem todos os países considerados na análise possuem políticas públicas específicas para startups, o que não quer dizer que não existam benefícios disponíveis para investidores e empreendedores, como nos casos de Suíça e Suécia. Inversamente, há casos em que existem políticas específicas cujos incentivos são bem mais modestos do que se observa em outros lugares, como no caso brasileiro. Vale enfatizar que a lista seguramente não é exaustiva.

Quadro 2 – Programas de incentivos específicos para startups em países selecionados

Medidas de Alívio Fiscal	País	Requisitos Importantes
Small Business Jobs Act		Congresso norte-americano
Instituto Nacional del Emprendedor		
Ley de Emprendedores		Governo argentino
Programa Yozma		Aragão 2022; Finep
The Startup India Action Plan		Governo indiano
Tax incentives for VC and angel investment in technology startups		Governo chinês ; WTS Global
Marco Legal das Startups		Lei Complementar nº182/2021

Fontes: Legislações tributárias específicas de cada país.

◆ Cooperação entre os setores público e privado

Um ecossistema robusto de startups depende da combinação de diversos fatores: bons níveis de educação, mobilidade urbana, ambiente regulatório adequado, opções apropriadas de financiamento (investidores-anjo, fundos de venture capital e corporate venture capital), além da combinação de hubs de inovação, espaços de co-working, universidades, centros de pesquisa, aceleradoras e incubadoras. É necessário dizer que essa espécie de tempestade perfeita não surge de forma espontânea. Ao contrário, depende em larga medida da adoção de políticas públicas com esse propósito – que, por sua vez, precisam ser muito bem desenhadas, implementadas e constantemente avaliadas.

Essas políticas, é claro, podem ter os mais diversos objetivos, mas em geral são duas as frentes principais: criar incentivos para o surgimento e o desenvolvimento de startups, por um lado; e formatar um ambiente regulatório favorável para o desenvolvimento de um ecossistema adequado para que empresas e oportunidades de negócio floresçam, por outro. Dentro desse ambiente regulatório, a realidade internacional mostra que um aspecto crucial é a boa convivência entre os setores público e privado – sobretudo entre universidades e centro de pesquisa, que são majoritariamente públicos, e as empresas. É aqui que a questão da transferência de tecnologia adquire enorme relevância não apenas para o florescimento de ecossistemas de startups, mas também e através deles para o desenvolvimento econômico e social.

Na literatura acadêmica, há diversas definições, mas é possível definir o fenômeno, como fizeram Isabella Ramos e Rejane Sartori, como o processo que permite a transferência de “descobertas científicas, conhecimentos, processos e tecnologias [...] de uma organização para outra com o propósito de desenvolvimento e comercialização”. Esse processo reflete “transações e colaborações entre interessados em adquirir e responsáveis por desenvolver novas tecnologias” (Ramos e Sartori 2023, p. 229). As estruturas jurídicas que intermediam essas relações são os Escritórios de Transferência de Tecnologia (ETT), que conectam fornecedores e receptores de tecnologia, e tem importância crucial nos processos de transferência (Abbas et al. 2018).

Os problemas principais que emperram esse processo de transferência normalmente são três: capacidade de identificação de empresas-alvo para determinada tecnologia, por parte das universidades; capacidade de localização de tecnologias para as quais existam interessados, por parte dos cientistas; e a difusão de processos rígidos e lentos para formulação de convênios e parcerias, por parte das universidades. A solução para esses problemas passa pela adoção de modelos não-lineares de transferência, nos quais existam interação e diálogo frequentes entre universidade e indústria, permitindo a aproximação entre os diversos atores envolvidos nesse processo (Toman e Klímová 2020).

O Brasil inclusive possui casos paradigmáticos dessa interação. O mais célebre deles é o da Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (Embrapa). Sheila da Silva e colaboradores mostram que diálogo e interação são fatores cruciais tanto para a troca



de conhecimentos quanto para transferência de tecnologia, permitindo que a empresa desenvolva tecnologias com base em problemas reais enfrentados por produtores e empresas que atuam no setor agropecuário brasileiro. Isso é possível porque o modelo utilizado envolve a participação dos stakeholders desde a pesquisa até o estágio de transferência (Da Silva et al. 2019).

Outro caso nacional emblemático é o da Embraer. Criada como empresa pública em 1969 e privatizada em 1994, a empresa se tornou uma das maiores fabricantes de aeronaves do mundo e tem diversos casos de transferência de tecnologia em sua trajetória. A maior parte deles usando o instrumento de offset³, instituído a partir da Política de Compensação Comercial, Industrial e Tecnológica do Ministério da Defesa de 2002 (Correa e Urbina 2021).

Entre os países da nossa amostra, o destaque neste quesito é novamente Israel, líder em nove dos oitenta indicadores de inovação utilizados pelo Global Innovation Index (GII), incluindo despesas com P&D, colaboração entre universidade e indústria para P&D, número de patentes e exportações de serviços de tecnologia da informação e comunicação (TIC) (GII 2023, p. 52). No caso da colaboração entre universidades e centros de pesquisa e empresas, um fator determinante para êxito israelense são os escritórios de transferência de tecnologia, considerados referência mundial no assunto.

O Global Innovation Index mede o nível de inovação em 132 países, considerando 7 pilares ou dimensões, que juntas somam 80 indicadores. Embora o Brasil seja o país mais bem colocado da América Latina no GII 2023, ocupando a quadragésima nona colocação, seguramente temos o que aprender com as experiências de outros países – sobretudo com aqueles que estão mais bem colocados no ranking. Pensando nisso, a tabela 6 mostra a posição de cada um dos países considerados neste estudo, considerando tanto o indicador global (GII) quanto cada um dos sete pilares/dimensões.

Nas dimensões relacionadas à capital humano e pesquisa, bem como indicadores de conhecimento e tecnologia, o Brasil ocupa a 56ª e a 52ª posições no ranking, respectivamente. Posição bem distante dos países da União Europeia, como seria de se esperar, mas também de outros dois integrantes dos BRICS: a Índia ocupa a 48ª e a 22ª posições nos mesmos indicadores; e a China, 22ª e 6ª, respectivamente. Esses números mostram que há bastante margem para progresso, seja na promoção de inovação em geral, seja em dimensões analíticas específicas como colaboração entre universidade e indústria para P&D ou número de patentes. Não avançar na área de inovação, como se sabe, não significa permanecer na mesma posição, mas ficar para trás (Cavalcante 2015).



³ O instrumento de offset, também conhecido como contrapartida industrial, é uma prática comum em contratos comerciais, especialmente na área de defesa e tecnologia. Em política industrial, os offsets são usados para garantir que uma parcela do valor de um contrato seja reinvestida na economia do país que está comprando os produtos ou serviços. Este instrumento, no entanto, também pode ser controverso, já que podem aumentar o custo dos contratos e podem ser difíceis de medir e fiscalizar adequadamente.

Tabela 6 – Posição dos países da amostra no indicador global (GII) e por pilares de inovação no Global Innovation Index

País	GII global	Instituições	Capital humano e pesquisa	Infra-estrutura	Sofisticação do mercado	Sofisticação dos negócios	Indicadores de conhecimento e tecnologia	Indicadores de criatividade
Portugal	30	35	23	45	42	34	32	19
Bélgica	23	30	14	44	26	10	15	30
França	11	27	17	22	9	17	16	6
Alemanha	8	22	4	23	14	16	9	7
Irlanda	22	15	28	18	51	14	14	26
Itália	26	52	33	21	40	33	18	21
Espanha	29	46	27	16	33	32	24	29
Suécia	2	18	3	2	10	1	3	8
Suíça	1	2	6	4	7	5	1	1
Reino Unido	4	24	8	6	3	13	7	2
Estados Unidos	3	16	12	25	1	2	2	12
México	58	111	63	65	57	79	57	45
Argentina	73	123	70	66	92	54	79	51
Israel	14	40	20	36	11	6	5	36
Índia	40	56	48	84	20	57	22	49
China	12	43	22	27	13	20	6	14
Brasil	49	99	56	58	50	39	52	46

Fonte: Global Innovation Index (2023).

◆ Analisando as diferenças observadas

Os dados apresentados acima mostram que há grande defasagem na regulação do investimento em startups no Brasil, quando comparada à realidade internacional. Essa defasagem certamente produz efeitos concretos: em 2022, enquanto 368 mil investidores anjo aportaram US\$22,3 bilhões nos Estados Unidos, no Brasil foram apenas 7.963 investidores aportando R\$984 milhões (cerca de 200 milhões de dólares, a preços de dezembro de 2023), o equivalente a menos de 1% do valor investido por lá; na Europa foram 345 mil investidores aportando €8 bilhões, o equivale a cerca de 43 bilhões de reais, também a preços de 2023 (Anjos do Brasil 2023).

Há muito se sabe que o desenvolvimento econômico e social não é um fenômeno espontâneo (Sen 1999). Para crescer de forma sustentada, os países precisam ser capazes de expandir de forma progressiva sua produtividade. Esta, porém, depende de fatores muito diversos, como atendimento básico de saúde, bons níveis de educação, ambiente regulatório favorável ao surgimento e desenvolvimento de novos negócios e, cada vez mais, inovação constante. Esta, por sua vez, também não surge espontaneamente, mas resulta de um ambiente favorável, construído a partir de investimento consistente em pesquisa e desenvolvimento e incentivos adequados para que empreendedores e empresas criem produtos e serviços.

Esse processo, portanto, não depende apenas do talento de mentes criativas e brilhantes: empreendedores respondem a estímulos ambientais produzidos por políticas públicas mais ou menos adequadas, o que confere um papel muito relevante e estratégico a governos e instituições ao redor do mundo (North 1991; Rodrik et al. 2004). Os fundadores de várias das empresas de tecnologia mais conhecidas no mundo não se reuniram por acaso na Baía de São Francisco, tampouco o fizeram pela bela paisagem local. Da Intel à Meta, empreendedores encontraram naquela localidade um ambiente propício para desenvolver suas ideias e esse ambiente foi construído por políticas públicas. Para ficar em um exemplo emblemático, a tela touchscreen e a assistente virtual (Siri) do smartphone mais desejado do planeta, há décadas, foram desenvolvidos a partir de pesquisas financiadas pelo Estado norte-americano (Mazzucato 2014).

Criar um ecossistema apropriado para o surgimento e o desenvolvimento de startups, portanto, depende em larga medida da adoção de políticas públicas com esse propósito. E, embora não se esgotam nelas, as três dimensões analisadas neste estudo são fundamentais. A experiência internacional mostra que os ecossistemas de startups mais pujantes respondem a um ambiente regulatório apropriado, que em geral envolve: uma estrutura tributária que favoreça a inversão em segmentos de maior risco, como o de startups; incentivos específicos para criar e desenvolver um ecossistema onde essas empresas possam florescer; e bons níveis colaboração entre os setores público e privado, especialmente entre universidades e empresas, para que a transferência de tecnologia seja facilitada.



No caso do Brasil, há muito o que avançar nessas três dimensões, mesmo já colhendo alguns benefícios da aprovação do Marco das Startups (Lei Complementar nº 182/2021). Começando pela dimensão tributária, vimos que o novo marco regulatório, embora tenha trazido avanços importantes, também deixou de fora demandas há muito reivindicadas pelo ecossistema. Entre os avanços, destacam-se a adoção do Simples Nacional como regime tributário de referência para investimento-anjo, com exceção das Sociedades Anônimas; e o enquadramento das startups no Inova Simples, que confere tratamento diferenciado a empresas inovadoras.

Por outro lado, o Marco das Startups, além de não criar incentivos tributários para investimentos em startups, aos moldes dos que existem na realidade internacional (ver tabelas 3 e 4), também não eliminou a desvantagem que esse tipo de investimento tem relação aos diversos investimentos em renda fixa que possuem isenção de imposto de renda (ver tabela 2).

O Marco das Startups também não criou um programa com incentivos específicos para desenvolver um ecossistema de startups, como fizeram muitos países em diferentes momentos históricos. Vimos como esse tipo de política pública pode ser poderosa ao considerarmos o caso do programa Yozma, implantado em Israel entre 1993 e 2000, que ajudou a transformar o país na nação das startups. O Enterprise Investment Scheme (EIS), instituído em 1994 no Reino Unido, é outro exemplo emblemático, assim como programas mais específicos que foram sendo incorporados para ajudar as pequenas e médias empresas a crescer, atraindo investimento: Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS); Social Investment Tax Relief (SITR); e Venture Capital Trust (VCT) (ver tabelas 5 e 6).

Por fim, no que diz respeito à cooperação entre os setores público e privado, também temos muito a avançar. Quase todo o conhecimento que se produz no país vem das universidades públicas. No entanto, os níveis de cooperação entre estas últimas e as empresas ainda é muito baixo. É claro que há casos de sucesso bastante célebres como o da Embraer e da Embrapa, mas eles continuam sendo exceções no território nacional. Para que se tornem regra, será necessário formular, implementar e avaliar políticas que possam diminuir a distância entre as universidades e o mercado, ampliando a interação e as possibilidades de cooperação e facilitando os processos de transferência de tecnologia.

Em todos esses casos, aprender com experiências internacionais exitosas seguramente pode ser muito útil.

OS INVESTIDORES E OS INVESTIDOS BRASILEIROS: QUEM SÃO E O QUE ELES PENSAM?

Após apresentarmos as informações sobre o ambiente regulatório nacional e uma apreciação comparativa com a realidade internacional, neste capítulo nos concentramos na percepção dos investidores anjo e fundadores de startups. Para tanto, recorremos a dois tipos de entrevistas para cada grupo: aplicação de um questionário estruturado (survey) e de entrevistas em profundidade.

No primeiro caso, nosso objetivo foi traçar o perfil dos investidores-anjo, compreender seus padrões de investimento, avaliar sua percepção sobre a tributação relacionada a esse tipo de investimento. Para obter uma visão mais aprofundada sobre cada um desses aspectos, recorremos a entrevistas com os principais participantes desse ecossistema. Isso inclui quatro investidores representantes de associações e grupos de investidores.

Para a aplicação do survey (ver ANEXO I), foi realizada uma ampla divulgação através dos meios de comunicação da Associação Brasileira de Startups, bem como de parceiros institucionais estratégicos, dos quais recebemos 131 respostas parciais e 83 respostas totais. O questionário aplicado possui 63 questões divididas em quatro dimensões temáticas: perfil social do investidor anjo (questões de 1 a 11); hábitos de investimento (questões de 12 a 44); experiência e percepção sobre tributação de investimento (questões de 45 a 56); colaboração e ação coletiva (questões de 57 a 63).

Em relação aos “investidos”, isto é, startups que recebem aporte dos investidores, para obter informações mais abrangentes sobre as startups, mas também das pessoas fundadoras, da equipe de colaboradores e informações relativas a investimentos, optou-se por adaptar o roteiro do tradicional Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups. O mapeamento é um estudo de atualização anual conduzido pela Associação Brasileira de Startups, desde 2018, e a adaptação do roteiro foi essencial para incluir informações relevantes sobre os investimentos anjo nas startups brasileiras. Para esse estudo, foram contempladas 2.593 startups, de todos os estados brasileiros, em 326 cidades distintas. Tendo como referência uma base de 14.000 startups, o número coletado confere ao estudo um nível de confiança de 95% e uma margem de erro de 2%.

As entrevistas com profundidade com ambos os grupos foram conduzidas remotamente, utilizando roteiros semi-estruturados conforme detalhado nos anexos II, III e IV. A coleta desses dados qualitativos teve como propósito identificar tendências, desafios e percepções relacionadas à interpretação e aplicação das regulamentações sobre o investimento anjo na prática. As entrevistas foram realizadas por videoconferência, gravadas, transcritas e analisadas – utilizando softwares que fornecem recursos como a construção de nuvens de palavras e redes para facilitar análises de conteúdo.



◆ **Perfil do investidor anjo: síntese dos resultados Insights obtidos a partir do survey com investidores anjo**

Em relação ao perfil social do investidor anjo no Brasil, não há grandes surpresas.

70% masculino	64% entre 35 e 54	57% com filhos
76% Brancos	97% graduados e/ou pós-graduados	64% morador da região Sudeste
96% Cisgêneros	60% com renda mensal acima dos R\$ 10 mil	25% morador da região Sul
87% Heterossexual	63% casado ou vivendo em união estável	

No que se refere aos hábitos de investimentos, esse grupo investe prioritariamente em startups (75%) em estágios de validação (49%), operação (71%) e tração (52%); onde aloca até metade do capital disponível para investimento (90%), preferencialmente nos setores de tecnologia (69%), financeiro (43%) e educação (34%) localizadas nas regiões Sudeste (60%) e Sul (52%) do país⁴. O grupo investe majoritariamente enquanto pessoa física (61%), costuma participar de redes ou associações de investidores (83%) e investiu, em média, em 13 startups nos últimos 5 anos; costuma escolher startups a partir do perfil empreendedor dos fundadores (49%), do potencial de mercado do modelo de negócio (25%) e de inovação tecnológica (14%). Por fim, trata-se de um grupo disposto a correr riscos moderados (48%) ou altos (40%) e que costuma reinvestir os retornos obtidos em novos investimentos em startups (82%).

Sobre a experiência e percepção da tributação vigente em relação ao investimento anjo, a primeira coisa que chama a atenção é que mais da metade dos respondentes (52%) afirma conhecer em detalhes a legislação atual sobre esse tipo de investimento, quase três quartos (72%) avalia que o nível de conhecimento dos investidores sobre essa legislação é baixo ou muito baixo. Em relação à justiça da tributação, o grupo aparece praticamente dividido ao meio: metade (51%) discorda da afirmação de que “a taxação atual sobre investimento-anjo é justa”, enquanto a outra metade (49%) concorda com ou é indiferente a ela. Por outro lado, cerca de dois terços (66%) dos respondentes acham que a tributação vigente afeta negativamente o investimento em startups e impressionantes 96% acreditam que incentivos fiscais e tributários poderiam aumentar o interesse e o volume de investimentos em startups.



Por fim, em relação à dimensão de colaboração e ação coletiva, há um paradoxo importante, também captado nas entrevistas em profundidade, como veremos na seção seguinte: embora ampla maioria (88%) acredite que ações coletivas por parte dos investidores possam produzir mudanças positivas na legislação, a mesma ampla maioria (89%) nunca participou desse tipo de iniciativa. Esse cenário fica mais claro quando se considera que quase 70% dos respondentes percebem o nível de colaboração e networking entre investidores como moderado ou alto: ou seja, embora a colaboração e o networking sejam comuns no grupo, essas interações não geram ações organizadas por melhorias desejadas na legislação.

⁴Os percentuais somam mais de 100%, pois um mesmo investidor pode investir em diferentes setores e diferentes regiões do Brasil.

Em outros termos, trata-se de um clássico problema de ação coletiva: os integrantes do grupo possuem interesse comum (melhorar o ambiente regulatório para investimento anjo no Brasil), mas não tem incentivos para agir de forma concertada. Isso ocorre porque, embora os interesses sejam coletivos, as motivações para agir coletivamente são individuais - como mostra o trabalho pioneiro de Mancur Olson (1971)⁵.

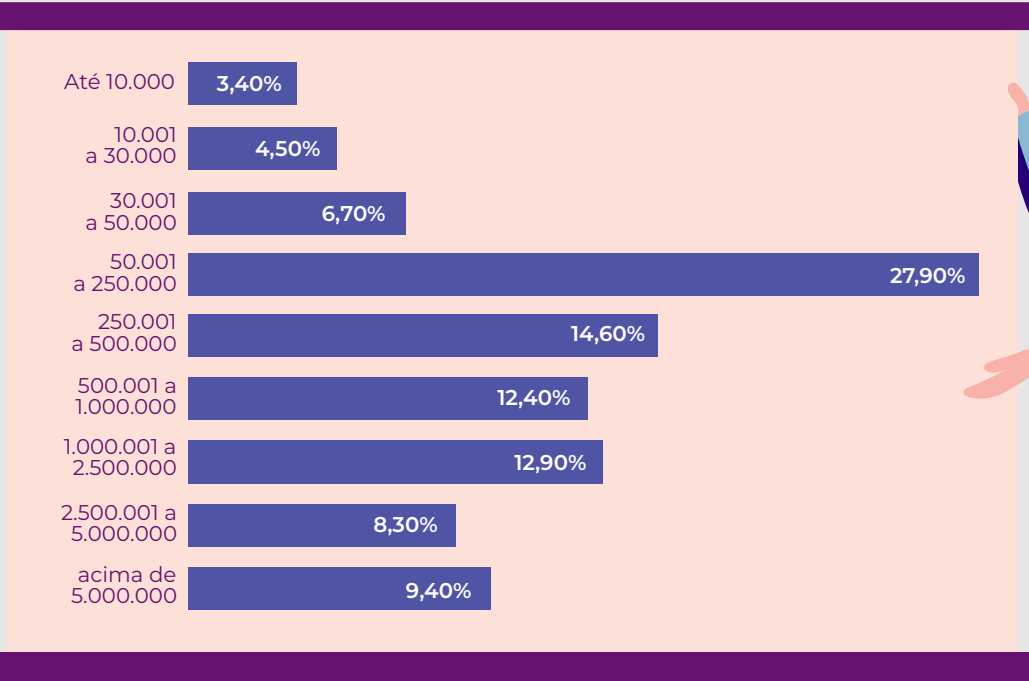
◆ **Perfil das startups: síntese dos resultados insights obtidos a partir do survey**

A etapa de tração é a mais representada, com 32,4% das startups mapeadas. Essa etapa também é conhecida como growth stage e representa um estágio de maturidade em que a empresa já está em plena operação e consegue validar seu plano de negócios com consistência. Já tem uma base de clientes solidificada e consegue atrair rodadas de investimentos. Nessa etapa, os processos são padronizados para se chegar a escalabilidade. (SEBRAE, 2023)

O estudo mostra uma concentração de startups (55,8%) nas regiões Sudeste (55,8%) e Sul (22,2%). É notável que a grande maioria destas startups é fundada por homens cisgêneros (79,7%), predominantemente de raça branca (70,8%).

Entre as 2.593 startups identificadas⁶, apenas 37,5% conseguiram angariar algum tipo de investimento até o momento. Os principais aportes envolvem investimento-anjo (43,1%), participação em programas de aceleração (15,3%) e investimento oriundo de Corporate Venture Capital (7,7%). O suporte governamental figura em apenas 6,2% do total analisado. O Gráfico 1 ilustra a média dos valores investidos nas startups por meio dessas diversas categorias de aportes.

Gráfico 1 – Percentual de startups por investimento (em R\$)



Fonte: Abstartups (2023)

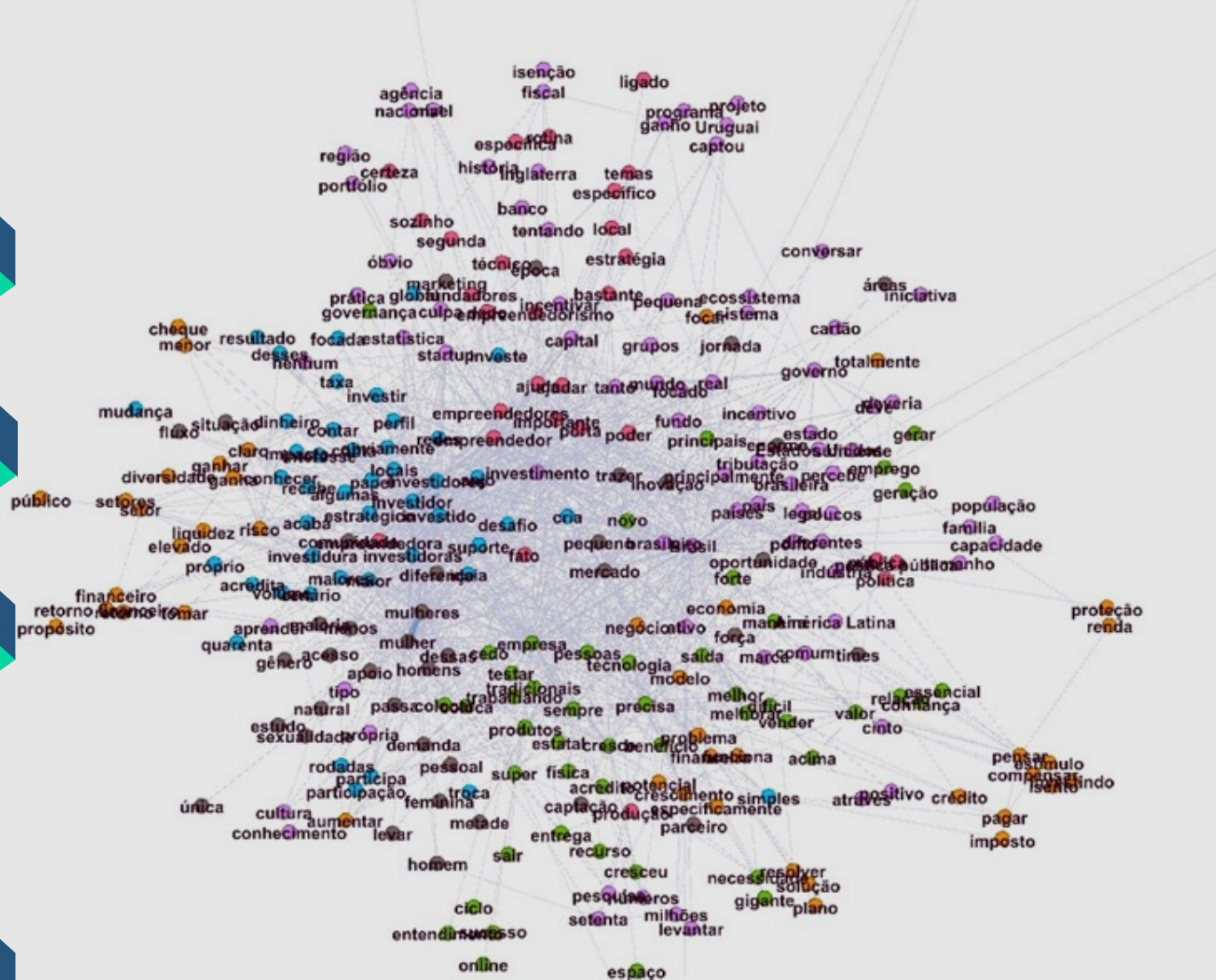


⁵Olson, M. (2011.) A lógica da ação coletiva. São Paulo: Edusp.

⁶Para visualizar a pesquisa em sua totalidade, sugerimos o acesso ao painel dinâmico disponível no site da Abstartups, que também possibilita o cruzamento de diversos dados. Acesse através do link: <https://app.powerbi.com/>

Síntese dos Resultados e Insights obtidos a partir das entrevistas

A figura abaixo mostra uma rede de palavras na qual é possível identificar quatro clusters.



Fonte: entrevistas em profundidade realizadas com investidores

O cluster vermelho, mostra opiniões relacionadas à diversidade de gênero dentro do ecossistema de startups brasileiro. Investidores compartilharam ideias sobre o papel das mulheres como investidoras e empreendedoras, destacando a importância da inclusão e representatividade para impulsionar a inovação. Palavras-chave como “investidores”, “participação” e “mulheres” refletem a ênfase em abordar questões de gênero e promover uma cultura mais inclusiva no ambiente de investimento em startups.

O quadro abaixo relaciona algumas aspas que podem ser destacadas no documento final:

Aspas	Entrevistado(a)
O ecossistema é pouco diverso, “muito longe de um equilíbrio de gênero”	Entrevistado 4
“Inovação é sobre quebrar paradigmas” [...] então, é fundamental ter diversidade”	Entrevistado 4
“Fundo [de investimento] de saúde investe em produto masculino”	Entrevistada 5
“Dinheiro na mão de mulher no Brasil [...] gera um impacto econômico muito grande”	Entrevistada 5
“A economia pode ser próspera também para o social, para o bem-estar e saúde das mulheres”	Entrevistada 5
“levantar capital já difícil, sendo mulher fica 10 vezes mais difícil”	Entrevistada 6

Fonte: entrevistas em profundidade realizadas com investidores.

No cluster verde, explora a relação entre startups e o desenvolvimento nacional do Brasil. As discussões se concentraram no impacto econômico e social das startups no país, destacando seu potencial para impulsionar o crescimento econômico, criar empregos e promover a inovação em diversos setores. Palavras-chave como “desenvolvimento nacional”, “startups” e “impacto” ressaltaram a importância de apoiar o crescimento e a sustentabilidade do ecossistema empreendedor como um todo.

O quadro abaixo relaciona algumas aspas referentes ao cluster verde



Aspas

“O empreendedorismo é uma fonte de prosperidade nacional”

“Incentivo do setor público é fundamental” para alavancar o ecossistema de startups e, consequentemente, a inovação e o desenvolvimento nacional”

“o futuro está mais nas startups do que em empresas tradicionais”

Fonte: entrevistas em profundidade realizadas com investidores.

No cluster amarelo, os entrevistados abordaram questões políticas relacionadas ao ecossistema de startups no Brasil, bem como o envolvimento político dos investidores nesse contexto. Houve uma análise das políticas governamentais existentes e seu impacto no ambiente de investimento em startups, juntamente com discussões sobre como a regulação pode influenciar o crescimento do setor. Palavras-chave como “políticas”, “participação”, e “regulação” refletiram a atenção dada às dinâmicas políticas e governamentais que moldam o ambiente empreendedor no país.

Neste quesito, vale ressaltar que todos os entrevistados reconheceram a importância da ação organizada e da participação na política, mas nenhum deles estava envolvido em alguma ação do gênero. Trata-se do conhecido problema da ação coletiva, desenvolvido por autores como Mancur Olson (1965): o interesse comum (no caso, a melhora do ecossistema de startups) não é suficiente para desencadear uma ação organizada para perseguir esse objetivo. Alguém (empresa, organização, associação) precisaria assumir os custos organizacionais dessa ação coletiva, a fim de garantir uma participação ativa e contínua. Sem isso, no máximo, observa-se momentos de mobilização pontuais, como no caso do Marco Legal das Startups.

O quadro abaixo relaciona algumas aspas referentes ao cluster amarelo:

Aspas

“É muito mais interessante fazer investimento em startups do que em ações ou renda fixa, o que dificulta é a relação risco/retorno”

Em “todos os países que têm investimento-anjo bem desenvolvido, houve políticas públicas de fomento ao investimento”

“O tratamento tributário é muito desigual”, quando comparado ao mercado de ações ou de renda fixa.

“O maior problema é o tratamento tributário”



Fonte: entrevistas em profundidade realizadas com investidores.

Por fim, no cluster laranja, os entrevistados se concentraram em temas relacionados ao investimento anjo e empreendedorismo. As discussões abordaram estratégias de investimento, apoio a startups e os desafios enfrentados pelos empreendedores no Brasil. Palavras-chave como “investimento anjo”, “empreendedorismo”, “apoio” e “tributação” destacaram a importância de promover um ambiente favorável para o financiamento inicial de startups e para o desenvolvimento de uma cultura empreendedora forte e dinâmica.

Quadro sinóptico dos clusters identificados

CLUSTER	INTERPRETAÇÃO	PALAVRAS-CHAVE
Vermelho (Gênero e Participação)	Trata de diversidade de gênero, incluindo o papel das mulheres como investidoras e empreendedoras	investidores, participação, mulheres, gênero, diversidade
Verde (Startup e Desenvolvimento Nacional)	Explora a relação entre startups e o desenvolvimento econômico e social do Brasil	desenvolvimento nacional, startups, impacto, economia, sociedade
Amarelo (Questões Políticas e Participação)	Refere-se à relação entre o ecossistema de startups e engajamento político	políticas, participação, governo, regulação, envolvimento político
Laranja (Investimento Anjo e Empreendedorismo)	Foca em temas relacionados ao investimento anjo, apoio a startups e empreendedorismo	investimento anjo, empreendedorismo, apoio, investimento inicial, tributação

Fonte: entrevistas em profundidade realizadas com investidores.

ANÁLISE TRIBUTÁRIA

Ao analisar o regime tributário atual para investimento-anjo vigente no Brasil sob a ótica da Constituição Federal e compará-lo com os regimes tributários e benefícios fiscais estrangeiros, verifica-se que a Receita Federal do Brasil, ao editar a IN RFB nº 1.719/2017⁷, não apresenta benefícios fiscais relevantes para o investidor-anjo, distanciando-se do padrão internacional, sendo, portanto, passível de críticas.

Isto porque, no investimento realizado por meio de mútuo conversível em participação societária, os rendimentos obtidos por investidores na oportunidade do pagamento de juros pela startup estão sujeitos à retenção do IRRF, às alíquotas regressivas de 22,5% a 15%, a depender do prazo do acordo. Além disso, os eventuais ganhos de capital decorrentes de mútuos conversíveis estão sujeitos a alíquotas progressivas, que vão de 15% para ganhos de até R\$5 milhões, até 22,5% para ganhos superiores a R\$30 milhões. Ou seja, tributam-se os rendimentos e o ganho de capital na regra geral.

Em relação ao contrato de participação, os arts. 146, III, “d”, 170, IX, e 179, da Constituição Federal, dispõem que deve ser atribuído tratamento tributário diferenciado para as microempresas e para as empresas de pequeno porte. A Lei Complementar nº 155/2016, por sua vez, definiu que as ME´s e EPP´s podem admitir aporte de capital por investidor-anjo, a fim de incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos. Ademais, de acordo com o art. 218 da Constituição Federal, cabe ao Estado promover e incentivar o desenvolvimento científico, a pesquisa, a capacitação científica e tecnológica e a inovação.

Como já mencionado nos outros capítulos, a atuação das startups caracteriza-se pela inovação aplicada ao modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados. Portanto, uma das formas que o Poder Público tem para concretizar o comando constitucional e incentivar o investidor-anjo a investir seu capital em startups, de modo a fomentar o desenvolvimento tecnológico, seria com a concessão de benefícios fiscais.

Em contraste com a diretriz constitucional de incentivar a inovação e os investimentos produtivos, a Instrução Normativa RFB nº 1.719/2017 falha em cumprir seu papel. Ao não instituir tributação diferenciada ou benefícios fiscais para o investidor-anjo, figura crucial no fomento ao ecossistema de startups, a IN RFB nº 1.719/2017 atua como um obstáculo ao invés de um impulsionador, pois: (i) a distribuição dos resultados ao investidor-anjo é tributada, enquanto a distribuição aos sócios de ME e EPP são isentas; (ii) o ganho de capital nas alienações de quotas de ME ou EPP tem uma tributação mais vantajosa (15% para os ganhos de até R\$ 5.000.000,00) independentemente do prazo do investimento. Ademais, os ganhos são tributados como se fossem aplicações financeiras — aplicando-se as alíquotas previstas na Lei nº 11.033/2004, resultando em tributação por analogia, prática que é proibida pelo art. 108, §1º, do Código Tributário Nacional.



O investimento nesse tipo de empresa, principalmente no estágio inicial da startup, ocorre por meio de mútuo conversível em participação societária, ou, então, por contrato de participação. Nesta modalidade, foram estabelecidos alguns benefícios para mitigar o risco do investidor (benefícios de ordem societária). Entretanto, do ponto de vista tributário, não há praticamente nenhum benefício, onerando excessivamente o investidor-anjo, tornando menos atrativo esse tipo de investimento.

Neste particular, a Constituição Federal autoriza a concessão de benefícios fiscais, para fomentar um certo setor de atividade, devendo ser concedido por lei específica, consoante o disposto no art. 150, §6º:

Art. 150, § 6º Qualquer subsídio ou isenção, redução de base de cálculo, concessão de crédito presumido, anistia ou remissão, relativos a impostos, taxas ou contribuições, só poderá ser concedido mediante lei específica, federal, estadual ou municipal, que regule exclusivamente as matérias acima enumeradas ou o correspondente tributo ou contribuição, sem prejuízo do disposto no art. 155, § 2.º, XII, g.

Como se verifica, somente uma lei específica pode conceder incentivos fiscais ou tributários, de modo a trazer transparência e segurança jurídica. Lei específica significa que a ementa da lei deve indicar, em destaque, o incentivo fiscal ou tributário objeto de concessão.

Em contrapartida devem ser observados alguns requisitos, pois a concessão de benefício fiscal representa uma renúncia de receitas, de acordo com o art. 14 da Lei de Responsabilidade Fiscal:

Art. 14. A concessão ou ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita deverá estar acompanhada de estimativa do impacto orçamentário-financeiro no exercício em que deva iniciar sua vigência e nos dois seguintes, atender ao disposto na lei de diretrizes orçamentárias e a pelo menos uma das seguintes condições:

I - demonstração pelo proponente de que a renúncia foi considerada na estimativa de receita da lei orçamentária, na forma do art. 12, e de que não afetará as metas de resultados fiscais previstas no anexo próprio da lei de diretrizes orçamentárias;

II - estar acompanhada de medidas de compensação, no período mencionado no caput, por meio do aumento de receita, proveniente da elevação de alíquotas, ampliação da base de cálculo, majoração ou criação de tributo ou contribuição.

§ 1º A renúncia compreende anistia, remissão, subsídio, crédito presumido, concessão de isenção em caráter não geral, alteração de alíquota ou modificação de base de cálculo que implique redução discriminada de tributos ou contribuições, e outros benefícios que correspondam a tratamento diferenciado.

Exemplo disso é a chamada “Lei do Bem”, instituída pela Lei nº 11.195/2005, que permite a concessão de incentivos fiscais às pessoas jurídicas que realizem aporte em PD&I tecnológica, tendo por objetivo incentivar e incrementar o processo de inovação tecnológica no País, facultando às empresas o benefício da redução do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) a recolher sobre o lucro real.

⁷Instrução Normativa 1.719 de 2017, disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618>. Acesso em: 20.05.2024.

Outro exemplo de incentivo fiscal é o Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos (PERSE), instituído pela Lei nº 14.148/2021, que estabeleceu uma série de medidas emergenciais e temporárias, destinadas ao “setor de eventos”, para compensar os efeitos decorrentes das medidas de combate à pandemia do COVID-19 e reduziu a 0 as alíquotas de IRPJ, CSLL, PIS e Cofins para as empresas deste segmento.

Mais um exemplo é a isenção de imposto de renda na alienação de ações de pequenas e médias empresas de capital aberto listadas na Bolsa, desde que: (i) esteja no segmento de listagem no Bovespa Mais; (ii) tenha valor de mercado inferior a R\$ 700 milhões; (iii) tenha receita bruta anual inferior a R\$ 500 milhões; e (iv) tenha distribuição primária de, no mínimo, 67% do volume total de ações de emissão pela companhia, conforme o disposto no art. 16 da Lei nº 13.043/2014⁸.

Ainda, podemos citar também a exclusão da base de cálculo do IRPJ dos dividendos pagos aos acionistas/sócios, de acordo com o art. 10 da Lei nº 9.249/95⁹. Por fim, vale mencionar que vigorou a possibilidade de dedução fiscal de ágios em caso de incorporação, fusão ou cisão, do lucro tributável, para incentivar o programa de privatização do Governo Federal.

Portanto, verifica-se que diversos benefícios fiscais foram instituídos ao longo da história recente do Brasil, nas mais variadas situações, para beneficiar setores empresariais variados. Para as startups não ser deveria ser diferente, pois são empresas que movimentam a economia, geram empregos e são essenciais para o desenvolvimento tecnológico e científico do Brasil, sendo nítido, assim, que um benefício fiscal para o setor garante o interesse social e econômico, princípios fundamentais preconizados pela Carta Magna, bem como vão de encontro com os planos estratégicos voltados para a neo-industrialização do país.



⁸Art. 16. Fica isento de imposto sobre a renda o ganho de capital auferido por pessoa física, até 31 de dezembro de 2023, na alienação, realizada no mercado à vista de bolsas de valores, de ações que tenham sido emitidas por companhias que, cumulativamente:

I - tenham as suas ações admitidas à negociação em segmento especial, instituído por bolsa de valores, que assegure, por meio de vínculo contratual entre a bolsa e o emissor, práticas diferenciadas de governança corporativa, contemplando, no mínimo, a obrigatoriedade de cumprimento das seguintes regras:

(...)

II - tenham valor de mercado inferior a R\$ 700.000.000,00 (setecentos milhões de reais):

(...)

III - tenham receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), apurada no balanço consolidado do exercício social:

(...)

IV - em que se verifique distribuição primária correspondente a, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do volume total de ações de emissão pela companhia:

⁹Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Inicialmente, ressalta-se que atualmente tramita perante o Congresso Nacional o Projeto de Lei nº 3.922/2023, que tem como objetivo alterar a Lei nº 9.249/1995 para permitir que seja deduzida da base de cálculo do Imposto sobre a Renda o aporte de capital realizado por investidor-anjo em startups, limitado a 2% do imposto de renda devido, desde que o capital permaneça por, no mínimo, dois anos seguidos à disposição da sociedade investida, nos seguintes termos:

Art. 2º A Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, passa a vigorar acrescida de art. 12-A com a seguinte redação:

“Art. 12-A. Poderão ser deduzidos da base de cálculo do Imposto sobre a Renda, em cada período de apuração, trimestral ou anual, pela pessoa jurídica tributada com base no lucro real ou no lucro presumido, os recursos financeiros aportados na forma do art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, desde que permaneçam por, no mínimo, dois anos seguidos à disposição da sociedade investida.

§ 1º A dedução de que trata o caput não poderá exceder 2% (dois por cento) do imposto de renda devido, com observância adicional do limite total de deduções de que trata o inciso II do art. 6º da Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997.

Entendemos ser um projeto de lei que institui benefício fiscal plenamente aplicável, já que se trata de uma dedução limitada a 2% do IR devido e desde que permaneça na empresa por no mínimo 2 anos, pois, caso a proposta fosse para deduzir de forma integral e ilimitada o aporte do investidor-anjo, muito provavelmente seria vetada, tendo em vista que nem os gastos com educação podem ser deduzidos integralmente.

Entretanto, embora louvável a proposta legislativa mencionada acima, ressalte-se que atinge somente as empresas do lucro real e presumido, deixando de fora as empresas do Simples Nacional, que são uma grande parte das startups. Nesse mesmo sentido é o incentivo fiscal da “Lei do Bem”, que poderia ser utilizado para startups de tecnologia, mas desde que sejam optantes pelo regime de apuração do lucro real, o que, em sua grande maioria, é incompatível com a própria natureza das startups, optantes pelo simples nacional majoritariamente.

Também tramita no Congresso Nacional o Projeto de Lei Complementar nº 252/2023, que visa instituir o Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC) como modalidade de investimento em startups, inspirado no modelo SAFE (Simple Agreement for Future Equity):

Art. 1º A Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 5º VIII – contrato de investimento conversível em capital social (CICC).” (NR)

“Art. 5º-A. Fica instituído o contrato de investimento conversível em capital social (CICC), por meio do qual o investidor, residente no País ou não, pessoa física, jurídica ou fundo de investimento, transfere recursos conversíveis em capital social à startup.

§ 1º A conversibilidade do investimento em capital social observará os critérios estabelecidos pelas partes no contrato.

§ 2º O CICC não possui natureza de dívida, independentemente do seu tratamento contábil.

§ 3º Não produzem quaisquer efeitos tributários para o investidor ou para a startup:

I – a extinção do CICC; ou

II – ajustes requeridos pela legislação comercial ou contábil, para atualização do saldo do CICC até a sua extinção.

§ 4º Para fins tributários, o investidor deverá reconhecer o montante originalmente transferido por meio do CICC, em moeda nacional, como custo inicial de aquisição da participação adquirida, em decorrência da conversão do CICC em capital social da startup, independentemente de qualquer valor justo atribuído às ações ou quotas entregues pela startup ao investidor, bem como de qualquer valor justo do CICC quando da sua conversão em capital social.

§ 5º O CICC será extinto:

- I – por ocasião da dissolução ou liquidação da startup;
- II – pela conversão do CICC em capital social; ou
- III – nas demais hipóteses previstas no contrato.

§ 6º Para fins de enquadramento da startup aos critérios estabelecidos nesta Lei, o valor do investimento realizado por meio de CICC não será considerado receita da empresa.

§ 7º O eventual desenquadramento da startup aos critérios estabelecidos nesta Lei não afetará os CICC em vigor na data do desenquadramento.”

Conforme a exposição de motivos do PL: Do ponto de vista tributário, a intenção desse projeto é conferir maior certeza e transparência ao regime fiscal aplicado aos investimentos em startups brasileiras, sobretudo em comparação aos mútuos conversíveis, por meio de um tratamento fiscal claro e seguro para investimentos dessa espécie, favorecendo todas as partes envolvidas e o ecossistema inovador brasileiro como um todo. Assim, a extinção do CICC e eventuais ajustes contábeis não terão impactos tributários.

Com efeito, entendemos serem mais adequadas propostas legislativas que instituem benefícios fiscais aplicáveis aos rendimentos do investidor-anjo que realizem investimentos em startups de forma mais ampla.

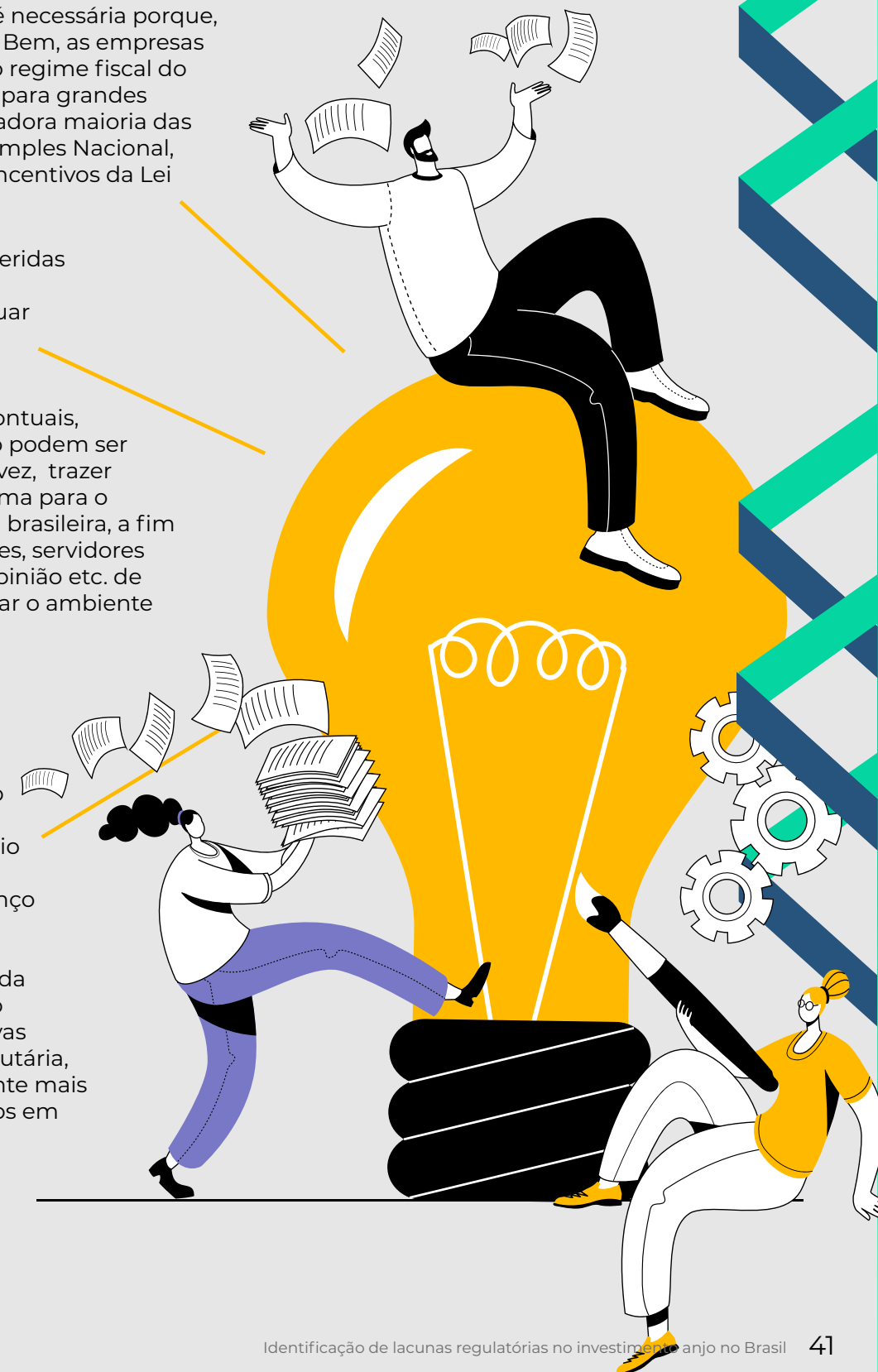
OPORTUNIDADES E RECOMENDAÇÕES

O fato de que a aprovação de um novo marco legal para startups no Brasil não conseguiu resolver problemas importantes do ecossistema é reconhecido pelo próprio Congresso Nacional. Tanto que estão em tramitação dois projetos de lei (PL 2838/2020 e PL 4944/2020) que pretendem, entre outras coisas, alterar a Lei do Bem para que as startups possam usufruir dos benefícios fiscais oferecidos por ela. A Lei 11.196/2005, conhecida como Lei do Bem, criou a concessão de incentivos fiscais às pessoas jurídicas que realizarem pesquisa e desenvolvimento de inovação tecnológica.

A mudança na legislação é necessária porque, para ser incluída na Lei do Bem, as empresas precisam estar inscritas no regime fiscal do Lucro Real, que só é viável para grandes empresas. Como a esmagadora maioria das startups está inscrita no Simples Nacional, não podem usufruir dos incentivos da Lei do Bem.

O debate em torno das referidas medidas pode ser uma oportunidade para continuar melhorando o marco regulatório das startups no Brasil. Embora sejam medidas com objetivos pontuais, a oportunidade e o espaço podem ser utilizados para, mais uma vez, trazer as demandas do ecossistema para o centro do palco da política brasileira, a fim de persuadir parlamentares, servidores públicos, formadores de opinião etc. de que o país precisa melhorar o ambiente regulatório para startups.

Para contribuir com esse propósito, apresentamos abaixo algumas sugestões cujo objetivo comum é impulsionar o crescimento e a participação de investidores-anjo no cenário nacional, promovendo, consequentemente, o avanço tanto econômico quanto tecnológico. A ênfase será particularmente direcionada aos aspectos fiscais, com o objetivo de propor iniciativas que mitiguem a carga tributária, criando, assim, um ambiente mais propício para investimentos em startups.



Nesse contexto, a expectativa é que essas diretrizes não apenas possam contribuir de maneira eficaz para o progresso e fortalecimento do ecossistema de investimento-anjo no país, mas também estimular os setores de inovação, empreendedorismo e, consequentemente, o desenvolvimento econômico brasileiro como um todo:

- a) proporcionalizar o ganho de capital, de modo que haja uma faixa de isenção e a alíquota mínima seja aplicada para rendimentos de valores mais elevados;
- b) estabelecer alíquotas inferiores de IRPJ sobre os rendimentos provenientes dos aportes do investidor-anjo;
- c) conceder créditos presumidos ao investidor-anjo, nos moldes dos Angel Tax Credits concedidos nos Estados Unidos e no Reino Unido; e
- d) conceder isenção do IOF sobre mútuos financeiros quando o mutuante for pessoa jurídica, do mesmo modo que ocorre quando o mutuante for pessoa física, ante o caráter extrafiscal da exação.

REFERÊNCIAS

ABBAS et al. Knowledge transfer from universities to industry through University Technology Transfer Offices. *Science and Innovation*, v. 14, n. 2, p. 5-18, 2018. DOI: <https://doi.org/10.15407/scine14.02.005>

Anjos do Brasil (2023). Pesquisa de investimento anjo. 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/>. Acessado em: 08.12.2023.

Anjos do Brasil (2017). O estímulo como ferramenta para o fomento do investimento em startups: o caso do investimento anjo. Disponível em: https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/estudo_sobre_estimulo_para_inv_estimulo_em_startups_-_anjos_do_brasil_e_grant_thornton.pdf. Acessado em: 19.12.2023.

Cavalcante, L.R. 2015. Ambiente de negócios, investimentos e produtividade. In: De Negri, F. & Cavalcante, L.R. 2015. *Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes*. Brasília: Ipea, vol. 2, p.441-458.

Correa, G. & Urbina, L. (2021). Padrões de Transferência de Tecnologia em Aquisições de Defesa no Brasil. *Rev. Bras. Est. Def.* v. 8, n. 1, jan./jun. p. 115-138. DOI: 10.26792/RBED.v8n1.2021.75215

Da Silva et al. Analysis of the process of technology transfer in public research institutions: The embrapa agrobiology case. *Innovation & Management Review*, v. 16, n. 4, p. 375-390, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1108/INMR-05-2018-0024>

Galvão, E. (2022). A Contribuição da Indústria de Saúde Israelense para o Poder Nacional do Estado de Israel. Rio de Janeiro, 2022. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

World Intellectual Property Organization (WIPO) (2023). Global Innovation Index 2023: Innovation in the face of uncertainty. Geneva: WIPO. DOI:10.34667/tind.48220. Disponível em: <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-2000-2023-en-main-report-global-innovation-index-2023-16th-edition.pdf>. Acessado em: 08.12.2023

Mazzucato, M. (2014). *O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. 1a ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

North, D. (1991) "Institutions". *Journal of Economic Perspectives*, vol.5, n.1, p.97-112, 1991.

Olson, M. (2011). *A lógica da ação coletiva*. São Paulo: Edusp.

Rodrik, Dani et al. (2004). Institutions rule: The primacy of institutions over geography and integration in economic development. *Journal of Economic Growth*, vol.9, n.2, p.131-165, 2004.

Schoueri, L. & Mosquera, R. (2021). *Manual da tributação direta da renda*. São Paulo: instituto Brasileiro de Direito Tributário, 2ª edição, revista e atualizada.

Sen, Amartya. *Development as freedom*. New York: Knopf, 1999.

Toman, J., Klímová, B. (2020). Current Challenges of the Technology Transfer Process. In: INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE ON HRADEC ECONOMIC DAYS. DOI: <https://doi.org/10.36689/uhk/hed/2020-01-093>

Ramos, I.; Sartori, R. (2023). Gestão de transferência de tecnologia: revisão sistemática da produção científica recente. *P2P E INOVAÇÃO*, Rio de Janeiro, RJ, v. 9, n. esp, p. 228-248, DOI: 10.21728/p2p.2023v9nesp.p228-248. Disponível em: <https://revista.ibict.br/p2p/article/view/6384>. Acessado em: 08.12.2023.

ANEXO I - Roteiro do Survey (Investidor-anjo)

A pesquisa está disponível através do link: <https://form.jotform.com/233257360001039>

I – Introdução

O investimento anjo desempenha um papel crucial como fonte de apoio financeiro e estratégico para startups e empreendedores, sendo um elemento fundamental para impulsionar a inovação e promover o avanço de novas tecnologias e empresas. Em uma grande colaboração com o Banco Interamericano de Desenvolvimento, a Associação Brasileira de Startups está atualmente conduzindo um estudo abrangente para identificar lacunas nessa modalidade de investimento no Brasil. O principal objetivo deste estudo é atualizar e aprimorar os dados relacionados ao investimento anjo no país, ao mesmo tempo em que desenvolve recomendações de políticas públicas destinadas a incentivar níveis mais elevados de investimento nessa área.

Como parte da metodologia proposta, buscamos traçar o perfil dos investidores-anjo, compreender seus padrões de investimento, avaliar sua percepção sobre a tributação relacionada a esse tipo de investimento e, igualmente importante, ouvir suas experiências enquanto investidores-anjo.

Nesse contexto, a sua participação torna-se essencial para o progresso do ecossistema de startups brasileiro. Se você é um investidor-anjo, seu envolvimento nesta iniciativa não apenas contribuirá para o enriquecimento dos dados, mas também para o desenvolvimento de políticas que fortaleçam e incentivem ainda mais o investimento anjo no Brasil. A sua perspectiva é valiosa e fundamental para o sucesso desta pesquisa e para impulsionar o crescimento sustentável do ecossistema empreendedor do nosso país.

Podemos contar com a sua participação?

◆ Sobre a Abstartups:

A Associação Brasileira de Startups é uma instituição sem fins lucrativos que desde 2011 tem a missão de promover o desenvolvimento do ecossistema de startups no país. Saiba mais: www.abstartups.com.br

◆ Sobre o BID:

O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) é uma organização financeira internacional, criada no ano de 1959 com o propósito de financiar projetos de desenvolvimento econômico, social e institucional e promover a integração comercial regional na área da América Latina e o Caribe. Saiba mais: <https://www.iadb.org/pt-br>

II – Termo de Consentimento de Compartilhamento de Dados

Ao responder este formulário você consente e concorda de forma livre, informada e inequívoca com o tratamento e compartilhamento dos seus dados, em conformidade com a Lei nº 13.709 – Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais. Você concorda e consente que as informações respondidas no formulário serão armazenadas no banco de dados da Abstartups e poderão ser utilizadas para fins de pesquisa e/ou projetos posteriores. Algumas perguntas deste formulário solicitam a resposta referente a dados pessoais e sensíveis, mas você sempre poderá optar por não respondê-las, sem comprometer a sua participação. Caso queira saber mais sobre como tratamos seus dados pessoais ou queira exercer quaisquer direitos, acesse nossa Política de Privacidade e Termos de Uso no site da Abstartups.

1. Aceita o termo
2. Não aceita o termo **(Encerre)**

III – Dados de Perfil

Nome e Sobrenome: _____

Telefone Celular: _____

E-mail de Contato: _____

P1) Com qual gênero você se identifica? (RU)

1. Mulher cisgênero (Identifica-se como mulher, gênero que lhe foi atribuído ao nascer)
2. Mulher trans (Identifica-se como mulher, diferente do gênero que lhe foi atribuído ao nascer)
3. Homem cisgênero (Identifica-se como homem, gênero que lhe foi atribuído ao nascer)
4. Homem trans (Identifica-se como homem, diferente do gênero que lhe foi atribuído ao nascer)
5. Não binária (Identidade ou expressão de gênero que não se limita às categorias “masculino” ou “feminino” e “homem ou mulher”)
6. Prefiro não declarar

P2) Qual a sua orientação sexual? (RU)

1.  Bissexual
2.  Heterossexual
3.  Homossexual
4.  Pansexual
5.  Demissexual
6. Prefiro não declarar

P3) Como você se identifica em relação a raça? (RU)

1. Amarela
2. Branca
3. Indígena
4. Parda
5. Preta
6. Prefiro não declarar

P4) Qual a sua idade? (RU)

Anote a idade: _____

1. Até 24 anos
2. Entre 25 e 34 anos
3. Entre 35 e 44 anos
4. Entre 45 e 54 anos
5. Entre 55 e 64 anos
6. Acima de 64 anos
7. Prefiro não declarar

P5) Qual o seu grau de escolaridade? (RU)

1. Ensino Fundamental
2. Ensino Médio
3. Ensino Superior (Graduação, Tecnólogo)
4. Especialização (Pós-graduação, MBA)
5. Mestrado
6. Doutorado/PhD
7. Prefiro não declarar

P6) Em qual das faixas a sua renda pessoal bruta mensal se enquadra? (RU)

1. Até R\$ 1.000,00
2. Entre R\$ 1.001,00 até R\$ 2.500,00
3. Entre R\$ 2.501,00 até R\$ 4.000,00
4. Entre R\$ 4.001,00 até R\$ 7.000,00
5. Entre R\$ 7.001,00 até R\$ 10.000,00
6. Entre R\$ 10.001,00 até R\$ 15.000,00
7. Entre R\$ 15.001,00 até R\$ 20.000,00
8. Entre R\$ 20.001,00 até R\$ 25.000,00
9. Entre R\$ 25.001,00 até R\$ 30.000,00
10. Acima de R\$ 30.000,00
11. Prefiro não declarar

P7) Em qual das faixas a sua renda familiar mensal, incluindo o ganho de todas as pessoas que moram na sua residência, além de outros ganhos rendimentos, como aluguel, entre outros? (RU)

1. Até R\$ 1.000,00
2. Entre R\$ 1.001,00 até R\$ 2.500,00
3. Entre R\$ 2.501,00 até R\$ 4.000,00
4. Entre R\$ 4.001,00 até R\$ 7.000,00
5. Entre R\$ 7.001,00 até R\$ 10.000,00
6. Entre R\$ 10.001,00 até R\$ 15.000,00
7. Entre R\$ 15.001,00 até R\$ 20.000,00
8. Entre R\$ 20.001,00 até R\$ 25.000,00
9. Entre R\$ 25.001,00 até R\$ 30.000,00
10. Acima de R\$ 30.000,00
11. Prefiro não declarar

P8) Qual o seu estado civil? (RU)

1. Solteiro(a)
2. Casado(a)
3. União Estável
4. Separado(a) / Divorciado(a)
5. Viúvo(a)
6. Prefiro não declarar

P9) Você tem filhos? (RU)

1. Sim
2. Não
3. Prefiro não declarar

P10) Quantos filhos? (RU)

Anote o número de filhos: _____

P11) Atualmente você reside em qual estado brasileiro? (RU)

1. Acre
2. Alagoas
3. Amapá
4. Amazonas
5. Bahia
6. Ceará
7. Distrito Federal
8. Espírito Santo
9. Goiás
10. Maranhão
11. Mato Grosso
12. Mato Grosso do Sul
13. Minas Gerais
14. Pará
15. Paraíba
16. Paraná
17. Pernambuco
18. Piauí
19. Rio de Janeiro
20. Rio Grande do Norte
21. Rio Grande do Sul
22. Rondônia
23. Roraima
24. Santa Catarina
25. São Paulo
26. Sergipe
27. Tocantins

P12) Em qual dos setores você já atuou profissionalmente? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Setor financeiro
2. Tecnologia
3. Saúde
4. Educação
5. Varejo
6. Outros (Especifique)

P13) Atualmente qual dos setores você atua profissionalmente? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Setor financeiro
2. Tecnologia
3. Saúde
4. Educação
5. Varejo
6. Outros (Especifique)

IV – Hábitos de Investimentos

Agora vamos falar um pouco sobre investimentos...

P14) Atualmente você realiza investimentos? (RU)

1. Sim
2. Não **(Encerre)**

P15) Quais tipos de investimentos você realiza? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Poupança
2. Tesouro Direto
3. CDB
4. LCI e LCA
5. CRI e CRA
6. LC
7. Debêntures
8. LF
9. Ações
10. BDR's
11. Fundos de Investimentos
12. Fundos Imobiliários
13. ETF's
14. Investimentos em Startups/Investimento anjo

P16) Qual percentual dos seus investimentos está alocado em startups e investimento-anjo? (RU)

1. Menos de 10%
2. Entre 10% e 25%
3. Entre 26% e 50%
4. Entre 51% e 75%
5. Acima de 75%
6. Não invisto em startups e investimento-anjo **(Encerre)**

P17) Qual percentual dos seus investimentos está alocado em renda fixa? (RU)

1. Menos de 10%
2. Entre 10% e 25%
3. Entre 26% e 50%
4. Entre 51% e 75%
5. Acima de 75%
6. Não invisto em renda fixa

P18) Qual percentual dos seus investimentos está alocado em renda variável? (RU)

1. Menos de 10%
2. Entre 10% e 25%
3. Entre 26% e 50%
4. Entre 51% e 75%
5. Acima de 75%
6. Não invisto em renda variável

V – Hábitos de Investimentos em Startups

Falando sobre Investimentos em Startups...

P19) Você prefere investir em startups que estão em qual fase? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Ideação (Em desenvolvimento da ideia, estudo de mercado, identificação de oportunidades, nichos e soluções)
2. Validação (Em fase de validação de protótipo – MVP - e dos primeiros clientes)
3. Operação (Protótipos validados, modelo de negócio definido, conhecimento do mercado)
4. Tração (Métricas e objetivos definidos, busca de parceiros para crescimento)
5. Escala (Crescimento médio anual acima de 20% ao ano, em receita ou número de colaboradores)
6. Não tenho preferência

P20) Você prefere investir em startups de quais segmentos? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Adtech (Advertising)
2. Agetech (Saúde e Bem-estar da pessoa idosa)
3. Agtech (Agronegócio)
4. Autotech (Setor automotivo)
5. Babytech (Setor infantil)
6. Beautytech (Beleza)
7. Biotech (Biotecnologia)
8. Cleantech (Tecnologia limpa)
9. Condotech (Condomínio)
10. Construtech (Construção Civil)
11. Cybersecurity (Segurança e defesa)
12. Edtech (Educação)
13. Energytech (Energia)
14. Eventstech (Evento)
15. Fashiontech (Moda)
16. Fintech (Finanças)
17. Foodtech (Alimentação)
18. Funtech (Entretenimento)
19. Gametech (Game)
20. Govtech (Gestão pública)
21. Greentech (Meio ambiente e Sustentabilidade)
22. Healthtech e Life Science (Saúde e Bem-estar)
23. HRTech (Recursos Humanos)
24. Indtech (Indústria)
25. Insurtech (Seguro)
26. Lawtech (Direito)
27. Logtech (Logística)
28. Martech (Marketing)
29. Mineração
30. MVNO (Tic e Telecom)
31. Nanotech (Nanotecnologia)
32. Óleo e Gás
33. Pettech (Animal)
34. Proptech (Imobiliário)
35. Regtech (Compliance)
36. Retailtech (Varejo)
37. Robotech (Robótica)
38. Salestech (Vendas)
39. Smart City
40. Socialtech (Impacto Social)
41. Sportstech (Esporte)
42. Tech (Desenvolvimento de Software)
43. Turistech (Turismo)
44. Não tenho preferência

P21) Você prefere investir em startups de quais estados brasileiros? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

1. Acre
2. Alagoas
3. Amapá
4. Amazonas
5. Bahia
6. Ceará
7. Distrito Federal
8. Espírito Santo
9. Goiás
10. Maranhão
11. Mato Grosso
12. Mato Grosso do Sul
13. Minas Gerais
14. Pará
15. Paraíba
16. Paraná
17. Pernambuco
18. Piauí
19. Rio de Janeiro
20. Rio Grande do Norte
21. Rio Grande do Sul
22. Rondônia
23. Roraima
24. Santa Catarina
25. São Paulo
26. Sergipe
27. Tocantins
28. Não tenho preferência

P22) Você costuma investir nas startups como Pessoa Física ou Pessoa Jurídica? (RU)

1. Pessoa Física
2. Pessoa Jurídica
3. Ambos

P23) Você participa de alguma rede de investidores-anjo ou alguma associação de investidores? (RU)

1. Sim. Qual?
2. Não

P24) Em média quantas startups você investiu nos últimos 5 anos? (RU)

Anote a quantidade de startups investidas:_____

1. Entre 1 e 5 startups
2. Entre 6 e 10 startups
3. Entre 11 e 15 startups
4. Acima de 15 startups

P25) Qual a principal característica você considera ao escolher investir em uma startup? (RU)

1. Ter uma equipe empreendedora
2. Ser um potencial de mercado
3. Ter um Modelo de Negócio definido
4. Entregar uma Inovação Tecnológica
5. Outros (Especifique)

P26) Qual é o prazo médio que você espera ter retorno do seu investimento em uma startup? (RU)

Anote o prazo em anos:_____

1. Menos de 2 anos
2. Entre 2 e 5 anos
3. Entre 6 e 10 anos
4. Acima de 10 anos

P27) Com que frequência você participa da gestão ou aconselhamento das startups em que investe? (RU)

1. Semanalmente
2. Quinzenalmente
3. Mensalmente
4. Bimestralmente
5. Trimestralmente
6. Quadrimestralmente
7. Semestralmente
8. Anualmente
9. Não participo da gestão ou aconselhamento

P28) Você se considera bem-sucedido(a) em seus investimentos em startups? (RU)

1. Sim, totalmente
2. Sim, parcialmente
3. Não

P28A) O que falta para ser bem-sucedido(a) em seus investimentos em startups? (RM)

P29) Você já teve algum investimento em startup que se transformou em um caso de saída bem-sucedida (ex: IPO, aquisição)? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P29A) Por favor, nos conte como foi essa experiência: (RM)

P30) Como você escolhe as startups e os valores a serem investidos? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

- 1. Análise de mercado
- 2. Due diligence
- 3. Networking
- 4. Indicação de associações ou programas de investidores
- 5. Intuição
- 6. Outros (Especifique)

P31) O que levaria você a investir mais em startups? (RM)

Atenção: Assinalar todas as alternativas que se enquadre

- 1. Sucesso anterior
- 2. Oportunidades de mercado
- 3. Cenário econômico estar mais favorável
- 4. Estabilidade no governo atual
- 5. Ter indicação de startups promissoras
- 6. Outros (Especifique)

P32) Comparando o investimento em startups a outros tipos de investimentos, o potencial de retorno financeiro é: (RU)

- 1. Baixo
- 2. Moderado
- 3. Igual
- 4. Alto
- 5. Muito Alto

P33) O quanto é importante o papel do mentoring e aconselhamento na sua estratégia de investimento em startups? (RU)

- 1. Nada importante
- 2. Pouco importante
- 3. Indiferente
- 4. Importante
- 5. Muito importante

P34) Você costuma realizar due diligence antes de investir em uma startup? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P34A) Quais são os principais aspectos que você analisa durante o processo de due diligence? (RM)

P35) O quanto você está disposto a correr riscos em seus investimentos em startups? (RU)

- 1. Nenhum risco
- 2. Pouco risco
- 3. Indiferente
- 4. Risco moderado
- 5. Alto risco

P36) Você já considerou investir em startup fora do Brasil? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P36A) Em quais países já considerou investir? (RM)

P36B) Por quais motivos? (RM)

P37) Você costuma reinvestir os retornos obtidos de investimentos anteriores em novos investimentos em startups? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P37A) Por quais motivos? (RM)

P38) O quanto é importante o papel das plataformas de crowdfunding de investimento no ecossistema de startups? (RU)

- 1. Nada importante
- 2. Pouco importante
- 3. Indiferente
- 4. Importante
- 5. Muito importante

P39) O quanto é importante para você investir em startups lideradas por fundadores experientes? (RU)

1. Nada importante
2. Pouco importante
3. Indiferente
4. Importante
5. Muito importante

P40) Você acredita que a fase de desenvolvimento da startup impacta significativamente o potencial de retorno do investimento? (RU)

1. Sim
2. Não

P41) Você já considerou investir em setores diferentes daqueles que já atua? (RU)

1. Sim
2. Não

P41A) Como escolhe um novo setor para investir? (RM)

P42) Em termos de valores, você prefere investir em startups que estão alinhadas com seus valores pessoais ou startups com maior potencial de retorno financeiro? (RU)

1. Valores pessoais são prioridade
2. Retorno financeiro é prioridade
3. Procuro combinar os valores pessoais com o retorno financeiro

P43) Você já teve alguma experiência empreendedora antes de se tornar um investidor-anjo? (RU)

1. Sim
2. Não

P43A) Por favor, nos conte um pouco sobre as suas experiências empreendedoras: (RM)

P44) O quanto você diversifica os seus investimentos em diferentes setores? (RU)

1. Diversifico nada
2. Diversifico pouco
3. Diversifico de forma moderada
4. Diversifico
5. Diversifico muito

VI – Experiência e Percepção sobre a Taxação

Vamos falar sobre taxaço...

P45) Você já enfrentou problemas jurídicos ou fiscais relacionados à investimentos em startups no Brasil? (RU)

1. Sim
2. Não

P45A) Por favor, nos conte qual tipo de problema enfrentou ao investir em startups no Brasil: (RM)

P46) Você conhece em detalhes a legislação atual relacionada ao investimento-anjo no Brasil? (RU)

1. Sim
2. Não

P47) Em sua opinião, qual é o nível de compreensão que a maioria dos investidores-anjo possui em relação à legislação que regula investimento-anjo no Brasil? (RU)

1. Muito baixo
2. Baixo
3. Médio
4. Alto
5. Muito alto

P48) O quanto você concorda ou discorda que: A taxaço atual sobre investimento-anjo é justa? (RU)

1. Discordo Totalmente
2. Discordo
3. Indiferente
4. Concordo
5. Concordo Totalmente

P49) O quanto você concorda ou discorda que: A taxaço afeta negativamente a decisão de investir em startups? (RU))

1. Discordo Totalmente
2. Discordo
3. Indiferente
4. Concordo
5. Concordo Totalmente

P50) O quanto você concorda ou discorda que: Programas de incentivo, como isenções fiscais ou benefícios tributários, poderiam aumentar o interesse e o volume de investimentos em startups? (RU)

- 1. Discordo Totalmente
- 2. Discordo
- 3. Indiferente
- 4. Concordo
- 5. Concordo Totalmente

P51) Se a carga tributária sobre investimento-anjo fosse reduzida, você investiria mais em startups? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P51A) Por quais motivos você não investiria mais em startups, se a carga tributária sobre o investimento-anjo fosse reduzida? (RM)

P52) Existem setores específicos de startups que você acredita precisar de mais apoio ou enfrenta desafios distintos em relação ao investimento-anjo? (RU)

- 1. Sim. Quais?
- 2. Não

P53) O quanto você concorda ou discorda que: A sociedade em geral reconhece adequadamente o papel e a importância dos investidores-anjo no desenvolvimento econômico? (RU)

- 1. Discordo Totalmente
- 2. Discordo
- 3. Indiferente
- 4. Concordo
- 5. Concordo Totalmente

P54) O quanto você concorda ou discorda que: A legislação atual sobre investimento-anjo no Brasil é favorável para os investidores? (RU)

- 1. Discordo Totalmente
- 2. Discordo
- 3. Indiferente
- 4. Concordo
- 5. Concordo Totalmente

P55) O quanto você concorda ou discorda que: Que nos próximos 5 anos o cenário de investimento-anjo no Brasil é favorável para os investidores? (RU)

- 1. Discordo Totalmente
- 2. Discordo
- 3. Indiferente
- 4. Concordo
- 5. Concordo Totalmente

P56) Você está familiarizado com a legislação de outros países em relação ao investimento-anjo? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P57) Quais elementos de legislações estrangeiras você considera interessante ou aplicável ao contexto brasileiro? (RM)

P58) O quanto você concorda ou discorda que: Que a colaboração de investidores-anjo, pode influenciar em mudanças na legislação brasileira? (RU)

- 1. Discordo Totalmente
- 2. Discordo
- 3. Indiferente
- 4. Concordo
- 5. Concordo Totalmente

P59) Você já participou de iniciativas ou grupos de lobby para melhorar a legislação relacionada ao investimento-anjo? (RU)

- 1. Sim
- 2. Não

P60) Você já participou de iniciativas ou grupos de lobby para melhorar a legislação relacionada ao investimento-anjo? (RU)

PONTOS POSITIVOS	PONTOS NEGATIVOS

VII – Colaboração e Redes de Contatos

Vamos falar de colaboração e redes de contatos...

P61) Como você percebe o nível de colaboração e networking entre os investidores-anjo no Brasil? (RU)

1. Baixo
2. Moderado
3. Alto

P62) Atualmente você investe individualmente ou participa de algum grupo ou fundo de investimentos? (RU)

1. Individualmente
2. Em grupo
3. Ambos

P63) Você acredita que o ecossistema de startups no Brasil está melhorando ao longo do tempo? (RU)

1. Sim
2. Não
3. Não sei

P64) Com que frequência você participa de eventos ou conferências relacionados a startups e investimentos? (RU)

1. Semanalmente
2. Quinzenalmente
3. Mensalmente
4. Bimestralmente
5. Trimestralmente
6. Quadrimestralmente
7. Semestralmente
8. Anualmente
9. Não participo

ENCERRAMENTO

Para finalizarmos...

P63) Gostaria de fazer algum comentário ou sugestão?

ANEXO II - Roteiro para entrevistas qualitativas (Investidor-anjo)

Bloco 1 Experiência, estratégia de investimento e relação com empreendedores

1. Como você descreveria sua jornada como investidor-anjo? Poderia destacar momentos desafiadores e gratificantes?
2. Você poderia compartilhar uma experiência particularmente bem-sucedida de investimento, destacando os fatores que contribuíram para o sucesso.
3. Como é o seu processo de seleção de empresas (startups) para investir? Quais são os critérios mais importantes?
4. Você considera fatores sociais e ambientais ao escolher investir em uma startup? Como esses fatores influenciam suas decisões de investimento?
5. Como é o papel de mentoring e aconselhamento que você oferece após o investimento? Qual é o nível de importância que você atribui a isso?
6. Como lida com situações em que uma startup na qual você decidiu investir fracassa? Quais os aprendizados desse tipo de experiência?
7. Como você constrói e mantém relacionamentos com os empreendedores em que investe? Qual a importância da confiança nessa relação?
8. Como lidar com divergências e situações desafiadoras na parceria com os empreendedores?
9. Qual é o seu papel nas decisões estratégicas das startups em que investe?

Bloco 2 Desafios e oportunidades do ecossistema no Brasil

1. Como você percebe a legislação atual sobre o investimento-anjo no Brasil? Avalia que ela gera incentivos adequados para esse tipo de investimento?
2. Quais são os maiores desafios enfrentados pelo ecossistema de startups no Brasil, na sua opinião?
3. Já enfrentou desafios relacionados à tributação em seus investimentos-anjo no Brasil?
4. Pode compartilhar uma experiência específica (positiva ou negativa) relacionada à tributação de investimentos em startups?
5. Você acredita que desafios relacionados à questão tributária podem desencorajar potenciais investidores?
6. Você está familiarizado com a legislação tributária de outros países em relação ao investimento-anjo?
7. Quais elementos dessas legislações estrangeiras considera interessantes ou aplicáveis ao contexto brasileiro?
8. Você acredita que mudanças nesse sentido poderiam impactar positivamente a quantidade de investidores e o volume aportado? Por quê?
9. Você acha que investidores-anjo podem desempenhar um papel relevante para a superação desses desafios, por exemplo, se organizando, sugerindo e defendendo mudanças na legislação?
10. Você participa de alguma iniciativa nesse sentido? Se sim, como avalia a utilidade dessa iniciativa?

ANEXO III - Roteiro para entrevistas qualitativas (Fundos de investimento)

Bloco 1 Estratégia de escolha e relacionamento com as startups

1. Como o fundo lida com a diversificação de investimentos em diferentes setores e estágios de desenvolvimento de startups?
2. Quais são os critérios-chave ao selecionar startups para investir?
3. Como o fundo interage e colabora com as startups após o investimento? Existem estratégias específicas de apoio?
4. De maneira geral, qual é o nível de envolvimento do fundo na gestão das startups, após o investimento?
5. Como o fundo avalia o equilíbrio entre expectativas de retorno financeiro e impacto social ou ambiental ao investir em startups?
6. Como o fundo aborda estratégias de saída de investimentos em startups?
7. O fundo busca parcerias ou co-investimentos com outros investidores-anjo ou fundos? Como avalia a relevância dessas colaborações?

Bloco 2 Desafios e oportunidades do ecossistema no Brasil

1. Quais desafios específicos os fundos enfrentam ao investir em startups no Brasil?
2. Qual é a visão do fundo sobre o desenvolvimento do ecossistema de startups no país?
3. Como o fundo percebe a atual regulamentação sobre investimento-anjo no Brasil? Quais aspectos poderiam ser aprimorados?
4. Em relação à legislação tributária, quais os desafios enfrentados pelos fundos de investimento-anjo no Brasil?
5. Poderia compartilhar uma experiência específica relacionada à tributação de investimentos em startups?
6. Você acredita que desafios relacionados à questão tributária podem desencorajar potenciais investidores?
7. Como você avalia o conhecimento geral dos investidores-anjo sobre os benefícios fiscais existentes na legislação?
8. Você acredita que investidores-anjo aproveitam plenamente esses benefícios?
9. Você está familiarizado com a legislação de outros países em relação ao investimento-anjo?
10. Quais elementos dessas legislações estrangeiras você considera interessantes ou aplicáveis ao contexto brasileiro?
11. Como você enxerga o papel dos fundos de investimento na superação desses desafios? Acredita que é possível contribuir de alguma forma para as mudanças necessárias?
12. O fundo que você representa participa de alguma iniciativa nesse sentido? Se sim, como avalia a utilidade dessa iniciativa?

ANEXO IV - Roteiro para entrevistas qualitativas (Startups)

Bloco 1 Captação, utilização de recursos e relação com investidores

1. Quantas rodadas de captação de recursos sua startup já realizou até hoje e qual montante total captado?
2. O volume de recursos captado varia muito ao longo das rodadas de captação? Qual é o volume médio de recursos captados em cada rodada?
3. De quais tipos de investidores-anjo sua startup recebeu financiamento (indivíduos, fundos, corporações etc.)?
4. Qual é a proporção de investimento-anjo em relação a outras formas de financiamento? Você avalia que essa proporção é adequada ou poderia ser diferente?
5. Como é a distribuição geográfica dos investidores-anjo (local, nacional ou internacional)? Você acha que essa distribuição afeta a dinâmica de captação de recursos?
6. Como a startup tem utilizado os recursos obtidos por meio de investimento-anjo? Existe uma estratégia específica para a alocação desses recursos?
7. Como os investimentos-anjo contribuíram para o desenvolvimento e crescimento da startup? Houve áreas específicas que experimentaram maior impacto?
8. Além do aporte financeiro, como os investidores-anjo contribuíram para o sucesso da startup?
9. Você acha que a captação de recursos por meio de investimento-anjo afetou a avaliação da sua startup? De que forma?
10. Além da sustentabilidade financeira, quais outras áreas da empresa foram impactadas pela captação de investimento-anjo (inovação, gestão, performance etc.)?
11. Sua startup planeja buscar novos investimentos-anjo no futuro? Como a experiência passada impacta as expectativas em relação a futuras rodadas?
12. Como a startup mede e comunica o progresso e a utilização dos recursos aos investidores-anjo? Em que medida a transparência é importante nas relações com os investidores?

Bloco 2 Desafios e oportunidades do ecossistema no Brasil

1. Você acha que a tributação sobre investimento-anjo impacta a sua decisão de buscar esse tipo de financiamento para sua startup? Como?
2. Você acredita que desafios relacionados à questão tributária podem desencorajar potenciais investidores?
3. Na sua percepção, as startups têm um entendimento adequado da legislação atual relacionada ao investimento-anjo?
4. Você acredita que a falta de conhecimento da legislação impacta a capacidade das startups de atrair investidores-anjo?
5. Quais desafios específicos a tributação sobre investimento-anjo apresenta para as startups no Brasil?
6. Você já teve problemas relacionados à tributação que afetaram diretamente a operação da sua startup?

7. Você está ciente de como a tributação sobre investimento-anjo no Brasil se compara a outros países?
8. Você acredita que as diferenças na tributação influenciam a decisão de investidores-anjo estrangeiros de apoiar startups brasileiras?
9. Na sua visão, as startups brasileiras precisam de mais incentivos fiscais para atrair investimento-anjo? Que tipo de incentivos você entende que seriam adequados?
10. Como a tributação sobre investimento-anjo se encaixa no contexto mais amplo do ambiente de negócios no Brasil?
11. Você acha que as startups podem desempenhar um papel relevante para a superação desses desafios, por exemplo, se organizando, sugerindo e defendendo mudanças na legislação?
12. A sua startup participa de alguma iniciativa nesse sentido? Se sim, como avalia a utilidade dessa iniciativa?