



Universidade de Brasília

Faculdade de Direito

Adriana Pereira Damasceno de Araújo

ANÁLISE DA REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL

Brasília – DF

2017

Adriana Pereira Damasceno de Araújo

ANÁLISE DA REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Direito pela Universidade de Brasília – UnB.

Orientador: Professor Fabiano Hartmann

Brasília – DF

2017

Adriana Pereira Damasceno de Araújo

ANÁLISE DA REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL

Membros da banca examinadora:

Professor Doutor Fabiano Hartmann

(Orientador)

Professora Doutora Ana Frazão

Professor Mestre Leandro Gobbo

Resumo

O investimento anjo tem papel importante no estímulo à inovação e ao empreendedorismo, pois preencher uma lacuna no mercado de capital de risco deixada pelos fundos de investimento e as instituições financeiras, ao portar recursos materiais e intelectuais em negócios nascentes e inovadores, com alto potencial de retorno e grande risco de insucesso. O investimento anjo só recebeu regulação própria no ordenamento jurídico brasileiro com a Lei Complementar nº 155 de 2016. O objetivo da presente pesquisa é determinar a congruência da Lei como forma de estímulo a este tipo de investimento a partir de uma análise comparativa entre o panorama anterior e o atual.

Palavras-chave: Direito Comercial. Direito Societário. Contratos de Investimento. Capital de Risco. Investimento Anjo.

Abstract

Angel investment plays an important role in stimulating innovation and entrepreneurship, since it fills a gap in the venture capital market left by investment funds and financial institutions, by bringing material and intellectual resources into nascent and innovative businesses with high-potential profit rates and great risk of failure. The angel investment only received its own regulation in the Brazilian legal system with the Complementary Law 155 of 2016. The purpose of this research is to determine the congruence of the Law as a way of stimulating this type of investment from a comparative analysis between the previous scenario and the current one.

Keywords: Commercial Law. Corporate Law. Investment Contracts. Venture capital. Angel Investment.

Sumário

Introdução.....	7
1. Pressupostos conceituais e Contextualização.....	9
1.1 Conceito Jurídico de empresa.....	9
1.2 Formação do Capital Social.....	10
1.3 Funções do Capital Social.....	13
1.4 Capital de Risco e Empreendedorismo.....	16
1.5 O Investimento Anjo.....	18
2. Panorama Anterior à Lei Complementar nº155 de 2016.....	21
2.1 Participação Societária.....	21
2.1.1 Direitos e Deveres dos Sócios.....	22
2.1.2 Responsabilidade.....	23
2.1.3 Término da Sociedade.....	25
2.2 Sociedade em Conta de Participação.....	25
2.2.1 Características.....	25
2.2.2 Deveres, Direitos e Responsabilidade dos Sócios.....	27
2.2.3 Término da Sociedade.....	29
2.3 Mútuo Conversível.....	30
2.3.1 O Contrato de Mútuo.....	30
2.3.2 Debentures Conversíveis.....	31
2.3.3 O Mútuo Conversível como Investimento Anjo.....	32
3. Panorama Posterior à Lei Complementar nº155 de 2016.....	33
3.1 Do que trata a Lei Complementar nº155 de 2016?.....	33
3.2 Características do Investidor-Anjo.....	34
3.3 Aspectos Comparativos.....	40
3.4 A lei é congruente com a finalidade de incentivar o investimento-anjo?.....	43
Considerações Finais.....	47
Referências Bibliográficas.....	53

Introdução

O termo investidor-anjo surgiu nos Estados Unidos para denominar indivíduos ricos que custeavam as caras produções da Broadway em troca de parte do lucro angariado (CUMMING; ZHANG, 2016). Hoje, o termo se relaciona ao universo do empreendedorismo, designa pessoas que aplicam seu patrimônio particular em empresas nascentes ou em estágios iniciais voltadas a atividades ou técnicas de produção inovadoras, negócios com alto potencial de retorno financeiro, porém arriscados – poucos desses empreendimentos sobrevivem aos primeiros anos de atividade.¹

Por serem tão voláteis, mesmo no mercado de capital de risco estes empreendimentos sem um mínimo de consolidação no mercado encontram dificuldades em receber crédito tanto por caminhos mais tradicionais, por exemplo, o financiamento bancário, como de próprios agentes do capital de risco, os fundos de investimento. Então, o investidor-anjo tem o importante papel de suprir uma lacuna de fornecimento de crédito, ele costuma ser o primeiro a acreditar na ideia dos sócios fundadores fora de seus círculos afetivos e, para além de recursos materiais, funcionam como mentores ou conselheiro para os empreendedores em que deposita sua confiança.

Mesmo tendo papel importante no fomento do empreendedorismo e da inovação, o investidor-anjo não é um filantropo, exerce os investimentos como uma atividade econômica, cuja finalidade, em última análise é gerar retorno financeiro. Por isso, o Direito deve fornecer regulação apta à manutenção de um cenário favorável ao livre desenvolvimento dessas relações econômicas. No Brasil, não obstante já exista um número expressivo e crescente de investimentos anjo, a figura do investidor-anjo só foi inserida no ordenamento jurídico em 2016, com a Lei Complementar nº 155, assim como a criação de regulação e contrato próprios.

Daí a justificativa dessa pesquisa, buscou-se por meio dos objetivos específicos (i a iv), realizar a análise final inserida no objetivo geral (v), quais sejam: (i) compreender os conceitos jurídico de empresa e capital social como pressuposto para

¹ Em estudo publicado pela Fundação Dom Cabral, constatou-se que pelo menos 25% das startups brasileiras morrem com um até ano de atividade e pelo menos 50%, com até quatro anos de atividade. (ARRUDA et al., 2014)

análise de regulações referentes à atividade empresarial; (ii) contextualizar o investimento anjo no mercado de capital de risco; (iii) retratar mecanismos de concretização do investimento antes de publicação da regulação própria; (iv) traçar os principais aspectos do investimento anjo conforme a Lei Complementar nº 155 de 2016; e (v) constatar se a Lei é congruente com a finalidade de incentivar esse tipo de investimento.

Diante desses objetivos, utilizou-se o método de pesquisa bibliográfica, cujas conclusões foram descritas em três partes. A primeira direcionou-se à apresentação de pressupostos teóricos – o conceito jurídico de empresa, bem como a formação e funções do capital social de uma sociedade empresária. Ainda na primeira parte, ocorre a contextualização do investimento anjo no mercado capital de risco, como instrumento necessário a preencher um *gap* de crédito deixado pelas instituições financeiras e fundos de investimento para negócios especialmente arriscados.

A segunda parte voltou-se a retratar três tipos principais de contratar investimento anjo em um cenário sem regulação própria a este tipo de investimento. Portanto, passa-se a uma descrição geral do funcionamento da aquisição de participação societária e dos direitos e deveres do investidor quotista (sócio), da sociedade em conta de participação e do contrato de mútuo conversível. Aqui (bem como na terceira parte), optou-se nessa pela análise exclusiva de elementos contratuais e societários dos instrumentos, sem abordar as questões tributárias pertinentes a cada um.

A terceira parte representa uma análise do novo panorama estabelecido pela LC nº155, estabelecem-se os traços principais do contrato de participação por meio da listagem de características do investidor-anjo conforme a lei. De forma a estabelecer conexão entre os panoramas anterior e posterior à Lei, elegeram-se cinco aspectos comparativos: (i) como o investidor lucra, caso o empreendimento seja bem sucedido; (ii) se pode ser responsabilizado por atos sociais; (iii) se têm poder político na administração do negócio; (iv) se possui mecanismos de fiscalização do administrador e; (v) como perde em caso de insucesso do negócio. Por fim, busca-se responder se a Lei é eficiente em incentivar o investimento anjo.

Capítulo 1 – Pressupostos Conceituais e Contextualização

1.1 Conceito Jurídico de Empresa

Seja para seu nascimento, desenvolvimento ou expansão, os investimentos destinam-se a empresas, ao fomento da atividade empresarial. Portanto, ter claro o conceito de empresa para o direito é fundamental para análise de qualquer tipo investimento pelo viés jurídico. A empresa é um fenômeno econômico, e para este ramo da ciência, se liga a uma ideia de unidade formada pela organização de fatores de produção para oferecimento de bens ou serviços. Apesar de se desenvolver a partir deste, o conceito jurídico não se confunde com o econômico. Para o direito brasileiro, a empresa não é unidade, um conjunto de fatores organizados, mas uma atividade.

O Código Civil de 2002 não traz definição explícita de empresa. O entendimento de empresa como atividade vem da conjugação do conceito de empresário e de estabelecimento, trazidos pelo art. 966, ao considerar “empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção e circulação de bens e serviços” e pelo art. 1.142, segundo o qual estabelecimento é o “complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário ou sociedade empresária”. Daí, conclui-se, empresa é atividade. Na mesma linha, Marlon Tomazette define empresa como “atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços para o mercado” (TOMAZETTE, 2011, p. 38).

Diante desse conceito depreendem-se as seguintes características e elementos: a empresa é uma atividade, ou seja, só se configura diante de uma sequência de atos destinados a uma mesma finalidade. O elemento economicidade significa que a atividade deve ser direcionada a criar riquezas. A organização implica a coordenação de meios para atingir o fim proposto. Quanto mais organizada, mas padronizada e objetiva a atividade, conseqüentemente, a sua natureza individual e intelectual é reduzida. Portanto, este aspecto diferencia a empresa de atividades autônomas. O elemento finalidade, diz respeito ao dever da empresa de abranger a produção de bens ou serviços e sua circulação. Por fim, a atividade deve ser dirigida ao mercado. De acordo com esta característica, não é empresa se for exercida por alguém para o próprio consumo – o titular da atividade deve ser diferente do seu destinatário. (TOMAZETTE, 2011)

À vista disso, a pessoa que toma a iniciativa de organizar este tipo de atividade é chamada de empresário², se for pessoa física, ou de sociedade empresária, se for jurídica. Das cinco formas de sociedades empresárias admitidas pelo Código Comercial, apenas duas possuem importância econômica, a de sociedade por quotas de responsabilidade limitada ou a de sociedade anônima. A sociedade limitada é constituída por um contrato entre os sócios – o contrato social – e, em geral, se relaciona a atividades de pequeno e médio porte. A sociedade anônima, normalmente, se relaciona ao exercício de grandes atividades econômicas e as relações entre os sócios são disciplinadas por um documento denominado estatuto (COELHO, 2011). As sociedades empresárias em geral são personalizadas, isto é, são pessoas jurídicas distintas das pessoas dos sócios. Assim, possuem direitos, obrigações e patrimônio próprio. A personalização das sociedades em muito se deve à figura do capital social, que é, grosso modo, um mínimo patrimonial aportado pelos sócios para possibilitar o desenvolvimento da empresa.

1.2 Formação do Capital Social

Antes de iniciar a atividade a proposta, um empreendimento necessita de recursos que possibilitem o seu exercício, isto é, equipamentos, máquinas, contratação de serviços e demais meios necessários ao desenvolvimento da sociedade empresária até ela gerar lucro suficiente para manter-se. A obtenção desses recursos pode ocorrer de basicamente duas maneiras: a capitalização e o financiamento. No primeiro caso, os sócios realizam uma transferência de seu patrimônio ao da pessoa jurídica empresária, em contrapartida, tornam-se proprietários de participação societária³ em valor correspondente, esses aportes financeiros não necessariamente serão remunerados e a pessoa jurídica não terá o dever de restituí-los. No segundo caso, por meio de financiamento bancário ou autofinanciamento (emissão de debêntures e *commercial papers*), a sociedade torna-se obrigada a restituir os prestadores de recurso com os devidos acréscimos remuneratórios. Os aportes recebidos na forma de capitalização são

² Observa-se que o sócio integrante da sociedade empresária não é empresário, pois é a pessoa jurídica quem exerce a atividade, por isso, não se submete ao regime jurídico aplicável ao empresário.

³ Nas sociedades limitadas, a participação societária se dá por cotas. Nas sociedades anônimas, por ações e, nesse caso, os sócios podem também ser chamados de acionistas.

apropriados sob a cifra contábil do capital social⁴ e recebem tratamento jurídico diferente do financiamento. (COELHO, 2011).

Nesse sentido, os autores do projeto da Lei 6404/76 (“Lei das S.A.”), em sua Exposição de Motivos, explicam que o capital social é o “montante de capital financeiro de propriedade da companhia que os acionistas vinculam ao seu patrimônio como recursos próprios destinados de modo permanente à realização do objeto social”. Diante da vinculação do capital social ao patrimônio da companhia, é importante ressaltar a distinção entre estes dois elementos. O patrimônio é um valor dinâmico, se dá pela diferença entre o ativo – aquilo que a sociedade possui – e o passivo – aquilo que a sociedade deve – em um dado momento. Por outro lado, o capital social possui natureza mais estática ou “permanente”, pois, apesar de ser passível de aumento ou redução sob condições legais específicas, representa o núcleo patrimonial mínimo necessário para o exercício da empresa e, devido à sua importância, é dotado de tutela jurídica própria.

O capital social pode ser subscrito ou integralizado. A subscrição e integralização dizem respeito às duas etapas de transferência do patrimônio do sócio para a pessoa jurídica. No momento da constituição da sociedade, o sócio é obrigado a dizer com quanto do capital social contribuirá, inclusive, é exigida a subscrição completa do capital social nesta etapa. No contrato social, estarão descritos o montante, o prazo para a concretização e a forma como ocorrerá essa transferência patrimonial. A subscrição é esta espécie de promessa, é irrevogável, de modo que o sócio torna-se responsável por aquele valor – a obrigação decorrente da subscrição é dever elementar da condição de sócio. (HÜBERT, 2007). A integralização corresponde à etapa seguinte, na qual a promessa já se cumpriu, ou seja, o capital integralizado é formado pelos recursos já transferidos ao patrimônio social.

A integralização do capital se dá pelo pagamento em dinheiro, pela transferência da propriedade de bens para a pessoa jurídica ou pela cessão de direitos de crédito que o acionista possui perante terceiros à sociedade. E, através dessa transferência de patrimônio, justifica-se a limitação da responsabilidade dos sócios, uma vez que, se estruturasse o seu patrimônio exclusivamente por recursos de

⁴ Não obstante, o papel do capital social não se reduz a cifra contábil, suas demais funções serão enumeradas no tópico seguinte.

terceiros, dependendo apenas dos lucros auferidos para quitar as dívidas inicialmente assumidas, seria inviável justificar a ausência de responsabilidade dos sócios. (HÜBERT, 2007). Vale lembrar, não existe estipulação de valor mínimo para o capital social na legislação brasileira, possibilitando que sociedades adotem cifra muito menor do que o montante realmente necessário para a realização da atividade, enquanto a maior parte de seus recursos viria do investimento de terceiros. Nesse cenário, haveria a transferência do risco do empreendimento para os credores, descaracterizando a sociedade como pessoa jurídica com patrimônio próprio e apto a responder pelo seu passivo, além de prejuízo às funções tradicionalmente conferidas ao capital social⁵. Portanto, em sociedades nas quais há limitação da responsabilidade dos sócios, deveria haver previsão legal quanto a um capital mínimo. (COSTA, 2009).

Mesmo após a constituição da sociedade, após subscrito e (parcial ou totalmente) integralizado, o capital social, satisfeitas as condições legais, pode sofrer aumento ou redução. Uma primeira hipótese de aumento relaciona-se à faculdade de uma sociedade se valer da capitalização para captar recursos mesmo após o início de suas atividades. Dadas as altas taxas do financiamento bancário e a obrigação de pagamento e restituição perante os investidores diante da emissão de debêntures e *commercial papers* (autofinanciamento), a emissão de novas ações pode representar boa alternativa para a captação de recursos. Nesse caso, o acionista não terá quaisquer direitos de crédito contra a sociedade caso o empreendimento não seja bem sucedido – o pagamento de juros e dividendo configura mera expectativa. Há ainda casos de aumento do capital social sem o ingresso de recursos na sociedade, pela capitalização de lucros ou reservas ou pela conversão de valores mobiliários em ações. Na capitalização de lucros ou reservas não aumento do patrimônio líquido, apenas a opção por alterar o regime jurídico sobre aqueles recursos já existentes, significa, por exemplo, que estes recursos não poderão ser utilizados para o pagamento de lucros dividendos aos sócios⁶. Na segunda hipótese, ocorre a conversão de valores mobiliários em ações. É possível estabelecer, no contrato de alienação de debêntures e *commercial papers*, uma cláusula de conversibilidade, segundo a qual o investidor tem a opção de tornar-se sócio. A

⁵ Principalmente, as funções de garantia, pois o valor nominal estará muito a quem da realidade da empresa, e de medida da responsabilidade dos sócios, já que estes respondem por eventuais dívidas na medida de suas participações.

⁶ A proibição é materialização do princípio da intangibilidade do capital social.

operação começa como autofinanciamento e termina como capitalização e, assim, a sociedade deixa de ser devedora do prestador de recursos. (COELHO, 2011).

Já a redução voluntária do capital social pode se dar por perda ou excesso. Se, diante do insucesso da atividade exercida, a sociedade não possui mais a totalidade dos recursos capitalizados inicialmente pelos sócios, é possível retratar a perda e alterar o valor do capital social no respectivo estatuto, esta hipótese configura a redução por perda. A redução por excesso se dá quando o capital é excessivo para as necessidades do negócio e, portanto, resolve-se diminuir-lo. Se a parcela a ser reduzida encontra-se integralizada, os recursos podem permanecer na sociedade como reserva de lucros ou serem restituídos aos sócios. (COELHO, 2011).

1.3 Funções do Capital Social

As funções do capital social têm relação estreita com os princípios que o norteiam, pois estes configuram condições sem as quais aquelas não se realizam perfeitamente. Os princípios orientadores do capital social recebem títulos diversos na doutrina, adota-se aqui a classificação de Ivens H. Hübert. Segundo o autor, incidem sobre o capital os princípios da intangibilidade, congruência e realidade. (HÜBERT, 2007).

O princípio da intangibilidade do capital social visa à manutenção desta cifra contábil, veda a devolução destes valores ao sócios a título de dividendos ou juros. O princípio se materializa no artigo 201 da Lei das S.A., ao limitar-se o pagamento de dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros e no artigo 1.059 do Código Civil, ao estabelecer-se a obrigação dos sócios “à reposição dos lucros e das quantias retiradas, a qualquer título, ainda que autorizados pelo contrato, quando tais lucros ou quantia se distribuírem com prejuízo do capital”. Por isso, este princípio relaciona-se à separação entre o patrimônio da sociedade e dos sócios, na medida em que estes só receberão remuneração caso efetivamente haja lucro. (HÜBERT, 2007)

O princípio da congruência relaciona-se a uma ideia de adequação entre o montante de capital e o porte da sociedade e à finalidade a que se destina. Apesar da

máxima, não existem, no direito brasileiro, instrumentos para regular a mencionada relação de congruência. Portanto, o princípio configura mais valor a ser exaltado do que, propriamente, enunciado com força normativa. Já o princípio da realidade visa garantir que realmente existam bens e dinheiro correspondentes ao valor das ações ou cotas criadas como contraprestação. Por isso, a legislação prevê regras estritas quanto à avaliação de bens aportados. (HÜBERT, 2007)

A sistematização das funções exercidas pelo capital social, assim como a nomenclatura dos princípios relacionados, não é consenso doutrinário, nesta pesquisa adotou-se a divisão proposta por Ivens H. Hübert. O autor divide o papel do capital social entre duas funções menores – as de avaliação econômica da empresa e medida da responsabilidade dos sócios – e três funções de maior relevância – as de produtividade, garantia e distribuição do poder societário. (HÜBERT, 2007).

a) Função de avaliação econômica da empresa. O capital social pode servir como referência econômica da empresa, já que um alto capital social indica solidez e capacidade da companhia de atender suas necessidades financeiras. Além disso, é possível avaliar o sucesso da atividade por meio da comparação entre o patrimônio líquido registrado na sociedade e o seu capital social. No entanto, essa avaliação não é, de modo algum absoluta. Ressalta-se que o capital social não é constituído apenas da contribuição de sócios e pode ser aumentado por meio da capitalização de lucros. Outro fato a comprometer essa avaliação é a fixação da cifra do capital, por causa disso, a cifra desvaloriza em relação aos demais ingressos posteriores. Portanto, esta é uma função de menor importância diante das seguintes. (HÜBERT, 2007).

b) Função de medida da responsabilidade dos sócios. Nas sociedades anônimas a responsabilidade dos acionistas é limitada ao valor de emissão das ações (art. 1º da Lei 6.404/76), isso significa que a responsabilidade dos acionistas, de modo global, corresponderá ao valor do capital social. Essa função se mostra mais evidente nas sociedades limitadas, nas quais, conforme o art. 1.052 do Código Civil, cada sócio responde pelo valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social. Nos demais tipos societários, a extensão da responsabilidade dos sócios desvincula-se do capital social. (HÜBERT, 2007).

c) Função de produtividade. É, basicamente, a função de propiciar a atividade empresarial. O ativo correspondente à contribuição dos sócios pode ser amplamente utilizado para a atividade produtiva da sociedade e realização de seu objeto social. Esta função guarda estreita relação com o princípio da congruência, ao exigir adequação entre a atividade exercida e o montante do capital. (HÜBERT, 2007).

d) Função de garantia. É a função do capital social como garantia a terceiros que a sociedade contrata. O seu exercício requer a efetivação dos princípios da intangibilidade, realidade e congruência, de modo que o capital real represente com exatidão o valor nominal inscrito na cifra contábil. (HÜBERT, 2007). Para Fabio Ulhôa Coelho, atribuir a função de garantia ao capital social não é correto, pois é o patrimônio da sociedade que constitui a garantia aos credores. Se a sociedade deixa de pagar uma obrigação, o credor pode executar os bens de sua propriedade, sendo irrelevante o maior ou menor capital social (COELHO, 2011). Apesar disso, respeitados os princípios da congruência e realidade, pode-se concluir que o capital representa um mínimo do patrimônio protegido pela intangibilidade, portanto, pode, ao menos, representar uma garantia mínima aos credores sociais.

e) Função de distribuição do poder societário. Em todas as sociedades empresárias, utiliza-se como critério para a determinação da posição dos sócios dentro da sociedade e, conseqüentemente, a extensão de seus direitos e poder decisório, a quantidade de capital que cada um aportou à sociedade. Hübert, em razão da relevância desta função, explica:

o tema do aumento de capital em face da posição de cada sócio num determinado momento da vida social merece atenção especial. Os valores referentes à “proteção do sócio minoritário” e à “necessidade de financiamento da sociedade”, necessitam ser adequadamente sopesados. A deliberação quanto ao aumento de capital da sociedade não pode servir para se corromper, à revelia dos sócios minoritários, o equilíbrio existente entre as posições ocupadas pelos participantes e sua relativa participação nas decisões sociais e nos direitos sobre os rendimentos sociais. (HÜBERT, 2007, p.82)

A figura do capital social delimita-se mais pelo seu aspecto funcional do que pelo plano conceitual teórico, pois, por mais que, ordinariamente, se conceitue como o montante de contribuições feitas pelos sócios, como visto, o capital social pode sofrer

aumento por fatores diversos ao longo do desenvolvimento da atividade, incorporando recursos provenientes de lucro, por exemplo. Juridicamente, é pelo aspecto funcional que se atende ao essencial do instituto. Portanto, o exame de questões legais referentes ao aporte de recursos em uma sociedade, deve sempre partir de interpretações que levem em consideração os princípios norteadores do capital social (intangibilidade, congruência e realidade), bem como a adequação ao exercício de suas principais funções (produtividade, garantia e distribuição do poder societário).

1.3 Capital de Risco e Empreendedorismo

O desenvolvimento econômico de um país tem relação direta com o fomento da iniciativa empresarial. O empreendedorismo é responsável por produzir riquezas e, no cenário econômico das últimas décadas, as pequenas e médias empresas têm assumido papel de protagonismo na transformação e crescimento da economia em um nível global, pois são criadoras de níveis expressivos de inovação e empregos. Tomemos o exemplo americano, Gompers conta que até 1980 as grandes firmas criavam a maioria dos empregos na economia americana, mas, na década de 1990, ocorreu uma grande virada estrutural e as companhias “Fortune 500”⁷ perderam quatro milhões de empregos. Ao mesmo tempo, firmas com até cem empregados, acrescentaram 16 milhões de empregos à economia. Além disso, constatou-se que, na década de 1980, firmas com menos de 500 empregados criavam 322 inovações anualmente para cada milhão de empregados, enquanto grandes companhias, apenas 225. (GOMPERS, 1994). No Brasil, de acordo com dados divulgados pelo SEBRAE em 2014, as micro e pequenas empresas são as maiores geradoras de riqueza no comércio, respondendo por 53,4% do PIB do setor. Na indústria, as micro e pequenas empresas representam 22,5% do PIB e as médias, 24,5%. Por fim, no setor de serviços, os pequenos negócios representam um terço da produção. (SEBRAE, 2014).

Nesse contexto, observa-se que as grandes empresas, além de recursos próprios, possuem a possibilidade de acesso ao mercado financeiro – a capitalização por meio de listagem em bolsa de valores. No caso das pequenas e médias empresas, uma dos maiores obstáculos ao seu desenvolvimento é a dificuldade de captar recursos devido à

⁷ Lista anual das 500 maiores companhias dos Estados Unidos divulgada pela revista Fortune.

grande incerteza envolvida em suas atividades, principalmente, se relacionadas a inovações tecnológicas. O empréstimo bancário, apesar de ser o método mais tradicional de financiamento, não se mostra ideal para as empresas jovens, pois, geralmente, possuem altas taxas de juros e prazos curtos. O pagamento de juros, resgates e amortizações são encargos onerosos demais para um empreendimento em estágios iniciais de crescimento (GORGULHO, 1996). Por isso, o mercado de capital de risco surge e se desenvolve para suprir a lacuna deixada pelo capital de empréstimo e pelo capital acionário, por meio de investimentos privados. A economista Luciane F. Gorgulho descreve o capital de risco como uma:

Forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartida no que tange a garantias (...), em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Em outras palavras, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro.(GORGULHO, 1996, p.3/4)

No Brasil, só se deu início a ações concretas de promoção à atividade a partir da década de 1990 e foram intensificadas na década de 2000, quando se estabelece o marco legal da atividade e as instituições de fomento se direcionam à promoção do mercado de capital de risco (SALLES-FILHO; ALBERGONI, 2006). Além da ausência de mecanismos regulatórios e fiscais de estímulo à atividade, outra dificuldade que a expansão do capital de risco enfrentou foi a “situação conjuntural da economia brasileira, caracterizada pela instabilidade, pela prática de altas taxas de juros nos mercados de títulos governamentais e pela impossibilidade de se planejar a longo prazo”, tornando esse tipo de investimento arriscado demais (GORGULHO, 1996, p.20). Hoje, já há significativo arcabouço legal regulamentando este mercado, assim como políticas públicas para sua promoção e, de modo geral, a perspectiva para o capital de risco no Brasil é de crescimento.

O capital de risco pode envolver empresas de qualquer tamanho e nos mais variados setores da economia. No entanto, por suas características, adequa-se especialmente às startups – empresas nascentes ou em desenvolvimento inicial voltadas à inovação, por oferecerem grandes perspectivas de retorno financeiro em pouco tempo, se comparadas outros tipos de atividade e, como mencionado anteriormente, são

justamente estas as organizações com maior dificuldade em conseguir financiamento por meios mais tradicionais (avessos às incertezas da atividade). Além do mais, o capitalista de risco pode exercer função complementar utilizando-se do seu conhecimento para interferir na gestão do negócio e prestar aconselhamento. O exercício dessa função pode decisivo para o sucesso novos empreendimentos. Por isso, um mercado de capital de risco funcional é importante mecanismo de promoção do desenvolvimento econômico. Para tanto, é necessário um ambiente onde as instituições e regulamentos propiciem o funcionamento deste mercado.

É possível dividir o capital de risco em segmentos de atuação, cada um mais adequado a uma determinada etapa de desenvolvimento da empresa, pois cada etapa representa uma necessidade diferente de capital⁸. Os investidores-anjo, fundos de *Seed Capital* e fundos de *Venture Capital* proporcionam investimentos para sociedades empresárias nascentes ou em estágios iniciais de desenvolvimento. Os fundos de *Private Equity*, por outro lado, costumam realizar investimentos em sociedades empresárias já estabelecidas no mercado, que querem expandir seu negócio e ambicionam abrir seu capital em bolsas de valores. Para além do tamanho do aporte e do estágio empresarial em que se realiza, uma diferença essencial entre os fundos de investimento e o investimento anjo é que os gestores dos fundos aplicam recursos de terceiros⁹, enquanto o investidor-anjo realiza aportes de seu próprio patrimônio.

1.4 O Investimento Anjo

A expressão “investidor-anjo” surge nos Estados Unidos. Primeiramente, o termo “anjo” era utilizado para denominar os ricos indivíduos que financiavam espetáculos teatrais na Broadway. Foi apenas em 1983 que a expressão ganhou conotação econômica, quando William Wetzel publicou um estudo sobre como os empreendedores arrecadavam capital nos Estados Unidos e descreveu os investidores do

⁸ Não existe definição teórica muito delimitada para traçar as diferentes características entre os fundos de investimento em capital de risco, porém, de acordo com Titericz há um consenso a respeito da utilização do termo *Venture Capital* “quando se refere a investimentos em empresas que estão em fase embrionária ou mesmo em desenvolvimento inicial” e do termo *Private Equity* para tratar de “investimentos em empresas que já se encontram estabelecidas ou em estágio de expansão”. (TITERICZ, 2003). O fundo de *Seed Capital* se referiria a um estágio intermediário entre o investidor-anjo e os Fundos de *Venture Capital*.

⁹ Geralmente, fundos de pensão, companhias de seguro ou pessoas físicas com grande patrimônio.

empreendedorismo como anjos. (1983 *apud* CUMMING; ZHANG, 2016). Desde então, o investimento anjo¹⁰ designa o aporte de recursos realizado por um investidor privado com seu próprio capital em empresários ou sociedades empresárias nascentes ou em estágios iniciais de desenvolvimento e voltadas à inovação (startups), com alto potencial de crescimento, o qual, normalmente, vem acompanhado de assistência intelectual na gestão do negócio.

Mesmo no ecossistema do capital de risco, as startups encontram dificuldade de receber investimentos e é justamente neste estágio de crescimento em que há maior interesse pelo capital de risco e pela assistência intelectual na gestão proporcionada pelos investidores. Os poucos fundos de *Venture Capital* se utilizam de sua posição de oligopólio neste segmento para exigir altas taxas de retornos e a adoção de regras que restringem o acesso de pequenas empresas a esse tipo de capital, buscando negócios maiores, que demandem menos trabalho, em estágios menos arriscados de desenvolvimento. (AERNOUDT, 2005) Daí a importância do investimento anjo, assim como dos fundos de *Seed Capital* (em um estágio intermediário ao anjo e ao fundo de *Venture Capital*): são estes investidores que suprem a lacuna deixada pelos fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* no mercado de capital de risco e promovem a transformação de uma ideia inovadora em uma realidade empresarial.

O histórico de investimentos anjo no Brasil se inicia na década de 90. Os investimentos de efetivavam sempre de forma passiva: os empreendedores, através de sua rede de relacionamentos, conseguiam apresentar projetos a empresários, executivos ou profissionais liberais bem sucedidos e estes aportavam recursos financeiros e expertise no empreendimento. Ainda hoje, o investidor-anjo brasileiro possui, na maioria das vezes, este perfil passivo, prejudicando tanto a si próprio, pois concentram o seu risco em poucos investimentos, quanto os empreendedores, que têm dificuldade de acesso ao capital financeiro e intelectual que os “anjos” podem proporcionar. Frequentemente, são apontadas como razões para o desestímulo do investimento anjo a alta taxa de juros, pois demanda taxas de retorno inviáveis para empresas nascentes e a

¹⁰ O estereótipo do investidor-anjo é um ex-empresário experiente que deseja utilizar parte do seu patrimônio para o desenvolvimento de novos negócios e a sua expertise, *networking* e conhecimento técnico como forma de aconselhar estes empreendedores em quem vê potencial.

insegurança jurídica relacionada à aplicação da desconsideração da personalidade jurídica pelos tribunais¹¹. (SPINA, 2014)

Não obstante, a modalidade tem se tornado cada vez mais expressiva no cenário brasileiro. Segundo a associação Anjos do Brasil¹², o investimento anjo cresceu 25% entre os anos 2012 e 2013, atingindo R\$ 619 milhões investidos por 6,5 mil investidores em mais de 1.500 empresas. (SPINA, 2014). Os principais casos de sucesso de investimento anjo no Brasil são a Buscapé, que recebeu US\$500 mil de um investidor e dez anos depois foi vendida para o grupo Naspers por US\$342 milhões e a Bematech, que recebeu um aporte US\$150 mil de um grupo de investidores-anjo em 1991, quinze anos depois, abriu o seu capital na bolsa de valores e fatura atualmente mais de R\$350 milhões por ano. (SEBRAE, 2015).

¹¹ A teoria da desconsideração da personalidade jurídica consiste na possibilidade de responsabilizar sócio ou administrador por obrigação da pessoa jurídica em casos específicos.

¹² A Anjos do Brasil, fundada em 2011, é uma organização sem fins lucrativos de fomento ao investimento anjo e empreendedorismo de inovação.

Capítulo 2 – Panorama anterior à LC nº155

Muito embora o termo “investimento anjo” só tenha sido instituído no ordenamento brasileiro com as alterações da Lei Complementar nº 155 ao regime do Simples Nacional, como visto no tópico anterior, esse tipo de injeção de recursos em startups já vinha ocorrendo no Brasil em ritmo crescente. O que se pretende, neste segundo capítulo, é descrever os principais instrumentos por meio dos quais se realizava o investimento anjo até a criação do “contrato de participação” pela LC nº 155.

Isto posto, optou-se na pesquisa por proceder sob a hipótese de a startup ser constituída na forma de sociedade limitada, pois: (i) dificilmente uma startup se constitui sob a forma de sociedade anônima, porque esse tipo societário gera uma série de obrigações incompatíveis com os momentos iniciais de um empreendimento, como as taxas mais caras na Junta Comercial, a necessidade de compra e escrituração de livros sociais e a publicação de atos constitutivos em jornais (NYBO, 2014) ; (ii) as sociedades anônimas já possuem regime jurídico apto a gerir a situação dos sócios investidores, mediante acordo de acionistas, e instrumentos que facilitam a recepção de investimentos como as debêntures conversíveis e a estruturação em classes de acionistas; (iii) grande parte das formas de investir não se aplicam ao microempresário individual ou ao empresário individual de responsabilidade limitada, por serem modelos que não admitem sócios.

As três principais formas de concretizar investimento anjo em sociedades de responsabilidade limitada são a aquisição de participação societária, a formação de uma sociedade em conta de participação e a realização de mútuo conversível.

2.1 Participação Societária

A aquisição de participação societária decorre do aumento do capital social por meio da capitalização. A sociedade decide angariar recursos para o seu desenvolvimento e emite novas quotas para terceiros investidores. Para tanto, é capital social devidamente integralizado e respeito ao direito de preferência dos sócios, a ser exercido no prazo de até trinta dias após a data da deliberação social na qual se aprovou o aumento do capital

social. Ao subscreverem uma parte do capital social, os investidores passam a receber tratamento jurídico de sócios e, portanto, adquirem todos os direitos e deveres conferidos a qualquer outro sócio.

2.1.1 Direitos e deveres dos sócios

O direito mais intuitivo é, provavelmente, de ordem patrimonial, referente à distribuição de lucro do empreendimento. A principal motivação para o ingresso em uma sociedade é o lucro. Sejam investidores ou empreendedores, os sócios desejam que as suas contribuições para o sucesso da empresa sejam remuneradas, essa motivação se traduz no direito de participação nos resultados sociais. No caso das sociedades anônimas, há previsão acerca da obrigatoriedade de distribuição de dividendos aos acionistas¹³. Em se tratando de sociedades limitadas, a lei é omissa e a distribuição fica a cargo do sócio majoritário, que pode inclusive, optar pela retenção da totalidade do lucro. Consequentemente, cabe ao investidor-anjo, provavelmente sócio minoritário, negociar cláusula no contrato social com a porcentagem mínima dos lucros a ser recebida ou, em último caso, a opção expressa por aplicação subsidiária da LSA.

Há ainda direitos de ordem pessoal, inerentes à condição de sócio, como o direito de participação nas deliberações da sociedade, entendido também como direito de voto, é direito dos sócios participar da formação da vontade da sociedade. De mesma ordem é o direito de fiscalização dos atos da administração da sociedade. É uma forma de proteção dos interesses dos sócios e pode ser exercida diretamente por eles ou com o auxílio de um conselho fiscal. Por fim, pode-se listar o direito de preferência, de ordem pessoal e patrimonial. Assegura-se aos sócios o direito de prioridade para participar de aumento do capital social¹⁴, o direito é pessoal, pois visa à manutenção do status do sócio na sociedade, mas também é patrimonial, pois pode ser cedido a terceiros. (TOMAZETTE, 2011). Fábio Ulhoa Coelho acrescenta ainda o direito de retirada conferido ao sócio que não mais deseja participar da sociedade, por meio do qual impõe, por ato unilateral de vontade, à sociedade a obrigação de lhe reembolsar o valor da participação social. (COELHO, 2011).

¹³ Art. 202, LSA. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas.

¹⁴ O artigo 1.081 do Código Civil trata do aumento do capital social e estabelece em seu parágrafo 1º que até trinta dias após a deliberação, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares.

Quanto aos deveres, a principal obrigação decorrente da condição de sócio é o dever de integralizar o capital subscrito, ou seja, efetivamente investir na sociedade, transferindo recursos do seu patrimônio para o capital social no termos do contrato assumido diante dos demais sócios. O sócio que não cumpre esta obrigação no prazo estipulado torna-se remisso e, nesse caso, os demais sócios podem optar pela sua expulsão, por cobrar-lhe o devido, incluindo perdas e danos resultantes da mora, em juízo ou mesmo a redução das quotas do sócio remisso ao montante por ele integralizado¹⁵. (COELHO, 2011).

Além da obrigação de contribuir para o capital social, também é atribuído aos sócios o dever de lealdade, entendido como a obrigação de contribuir para o sucesso do empreendimento, colaborando ativamente para o desenvolvimento da empresa e abstendo-se de praticar atos que possam prejudicar a atividade. O descumprimento do dever de lealdade, normalmente, gera consequências internas à sociedade e pode culminar na expulsão do sócio. Há, no entanto, uma hipótese na qual a deslealdade corresponde a conduta criminosa: a competição do sócio com a sociedade. Essa questão é especialmente relevante para o investidor-anjo, pois pode ocorrer de um investidor aportar recursos em duas sociedades concorrentes e desejar igualmente o sucessor das duas. Diante dessa possibilidade, Fabio Ulhoa Coelho afirma que cumpre distinguir a figura do sócio empreendedor e a do sócio investidor. Caso o sócio investidor não integre a gestão de nenhuma das empresas, inexistem irregularidades. Caso o sócio investidor constitua, com terceiros, uma sociedade concorrente, na qual atue como empreendedor, é preciso que obtenha a anuência por escrito do demais sócio da sociedade, sob pena de incorrer em deslealdade (ainda que não criminosa) e ser expulso da sociedade. Por fim, se um sócio atua com empreendedor em duas sociedades concorrentes, comete deslealdade grave, conduta tipificada como concorrência desleal. (COELHO, 2011).

2.1.2 Responsabilidade

A responsabilidade é preocupação essencial à atividade de investir e a insegurança jurídica acerca do tema na jurisprudência brasileira é muito apontada como fator desestimulante do crescimento do investimento anjo no país. A possibilidade de

¹⁵ Art. 1004, Código Civil. Os sócios são obrigados, na forma e prazo previstos, às contribuições estabelecidas no contrato social, e aquele que deixar de fazê-lo, nos trinta dias seguintes ao da notificação pela sociedade, responderá perante esta pelo dano emergente da mora.

perder recursos aportados em um empreendimento é inerente à atividade de investir, mas a possibilidade de, além disso, ser responsabilizado por dívidas da sociedade confere risco excessivo ao investimento anjo.

Na sociedade limitada, a responsabilidade dos sócios limita-se ao montante investido. Há responsabilidade solidária pela integralização do capital social, mas uma vez integralizado, nada mais se pode exigir patrimonialmente dos sócios, exceto em hipóteses excepcionais. O credor de uma sociedade limitada tem como garantia apenas o patrimônio da pessoa jurídica, sendo inacessível o patrimônio dos sócios para quitar dívidas sociais. Portanto, quem negocia com uma sociedade do tipo deve calcular os riscos assumidos ao estabelecer seus preços, ou mesmo, condicionar a concessão do crédito a garantias, como fiança ou aval dos sócios. Como a quebra da sociedade será perda do credor, socializa-se o risco da atividade. A situação é diferente quando se tratam de credores não negociais incapazes de agregar o valor do risco a seus preços. É o caso do fisco, INSS, trabalhadores e titulares do direito de indenização. Para este tipo de credor, a regra da limitação da responsabilidade dos sócios comporta exceções. (COELHO, 2011). Nessas hipóteses, os sócios terão responsabilidade subsidiária e, depois de exaurido o patrimônio social, responderão pelas dívidas em nome da sociedade.

Além da possibilidade de responsabilização por créditos não negociais, outro risco enfrentado pelos investidores anjo ao tornarem-se sócios é insegurança jurídica acerca da aplicação da desconsideração da personalidade jurídica pela justiça brasileira. Pela teoria da desconsideração da personalidade jurídica, um juiz pode deixar de aplicar a regras da autonomia patrimonial de uma sociedade em relação aos seus sócios, atingindo o patrimônio particular destes, quando constatar que essas regras serviram para mascarar condutas fraudulentas. Dessa forma, a aplicação da teoria tem como pressupostos o uso fraudulento ou abusivo da sociedade empresária. Ocorre que nem sempre a teoria tem sido bem utilizada pelos órgãos julgadores brasileiros, os quais têm considerado como pressuposto de aplicação a simples insolvência de crédito contra a sociedade, em razão de sua insolvência ou falência. (COELHO, 2011). As possibilidades de mitigação da responsabilidade limitada podem representar um grande repelente de investidores, principalmente, os que não pretendem participar da gestão do negócio.

2.1.3 Término da sociedade

O procedimento de terminação da personalidade jurídica de sociedade empresária denomina-se dissolução e se dá em três fases: a dissolução em sentido estrito, liquidação e partilha. As causas de dissolução são a expiração do prazo contratual estabelecido para o encerramento da sociedade, a vontade dos sócios por consenso ou deliberação da maioria, a anulação da constituição da sociedade se o procedimento estiver eivado de vícios, a unipessoalidade, isto é, quando da resolução da sociedade em relação a um ou mais sócios de modo que sobre apenas um sócio, a cessação da autorização para funcionar (caso a sociedade dependa de autorização do poder Executivo Federal para funcionar), o exaurimento ou inexecutibilidade do objeto social ou a falência da sociedade empresária. (TOMAZETTE, 2011).

Ocorrendo algumas dessas hipóteses, passa-se ao procedimento de liquidação. Durante esta fase, a sociedade mantém sua personalidade jurídica apenas para liquidar obrigações existentes. Os objetivos principais da liquidação são a realização do ativo, pela venda dos bens da sociedade e cobrança de eventuais créditos, e a satisfação do passivo, o pagamento de suas dívidas. Após o pagamento de todos os credores, o saldo remanescente será partilhado entre sócios. Por fim, chega-se a fase de extinção, na qual a sociedade deixa de existir no mundo jurídico por meio de registro no órgão competente. (COELHO, 2011). Portanto, em caso de fracasso do empreendimento, o investidor anjo, juntamente com os demais sócios, não terá direito de crédito contra a sociedade e será o último a receber sua fatia do saldo restante.

2.2 Sociedade em Conta de Participação

2.2.1 Características

Outro meio para a realização de investimentos anjo no Brasil era a formação de uma sociedade em conta de participação. O traço essencial desse tipo societário é o estabelecimento de duas categorias de sócios¹⁶: o ostensivo e o participante (ou oculto). O sócio ostensivo é o empreendedor, somente ele realizará a atividade constitutiva do objeto social e os negócios a ela relacionados. Como a sociedade em conta de

¹⁶ Os sócios da sociedade em conta de participação podem ser pessoas físicas ou jurídicas.

participação não é personificada, o sócio ostensivo se obriga com terceiros em nome próprio e com responsabilidade exclusiva, direta e ilimitada¹⁷. O sócio participante é o investidor, portanto, se obriga, apenas com o sócio ostensivo, a prestar determinada quantia a ser empregada no empreendimento e, em contrapartida, participará de seus resultados. Ressalta-se que ambas as categorias de sócio podem ser ocupadas por pessoas jurídicas. Desse modo, nada impede a celebração de um contrato entre investidor-anjo pessoa física e uma startup, pessoa jurídica.

A ausência de personalidade típica deste tipo societário enseja as seguintes características: a impossibilidade de ser parte em processo administrativo e judicial, a ausência de patrimônio próprio, a ausência de denominação ou firma social, a ausência de sede o domicílio, a ausência de requisitos formais – basta a satisfação dos requisitos gerais para a formação de negócios jurídicos e contratos¹⁸ e os requisitos especiais para a formação de contratos plurilaterais – e, por fim, a impossibilidade de emitir títulos negociáveis¹⁹. (AFFONSO, 2014).

Dada a sua não personalização e, conseqüente, ausência de patrimônio próprio, diferentemente das demais espécies de sociedade, a conta de participação não possui capital social. O conjunto dos recursos que os sócios declaram vinculados ao negócio constituinte do objeto social forma o *fundo social*. Enquanto nas sociedades personificadas o capital social faz parte do patrimônio da pessoa jurídica, o fundo social integra o patrimônio do sócio ostensivo. Em vista disso, é importante ressaltar que o Código Civil adotou, nessa parte, a teoria do patrimônio por afetação em contraposição à teoria da universalidade do patrimônio²⁰. Esta última sustenta ser o patrimônio indivisível, assim, cada indivíduo só teria um patrimônio. Por outro lado, pela teoria da afetação, é possível separar o patrimônio de uma pessoa de acordo com a finalidade atribuída a determinados bens. Portanto, mesmo compondo parte do patrimônio do sócio ostensivo, o fundo social é considerado patrimônio especial e deve ser empregado

¹⁷ O art. 991, Código Civil, estabelece que na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.

¹⁸ O art. 104, Código Civil, lista como requisitos de validade do negócio jurídico a celebração por agente capaz, objeto lícito, possível e determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei.

¹⁹ No entanto, a legislação prevê a possibilidade de títulos negociáveis serem emitidos pelo sócio ostensivo caso haja autorização expressa no contrato social ou anuência dos demais sócios.

²⁰ Conforme o artigo 994, Código Civil, a contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais.

apenas nas operações afetas à realização do objetivo comum entre os sócios. (GALIZZI, 2008).

Em geral, a contribuição do sócio participante para a formação do fundo social se dá por meio da transferência da propriedade de um bem ou aporte de recursos em moeda, que passam a integrar a esfera patrimonial do sócio ostensivo. Não obstante, o sócio participante também pode conservar a propriedade e transferir somente o uso e gozo do bem ao fundo social. A distinção da natureza da transferência realizada pelo sócio participante é especialmente importante em caso de falência do sócio ostensivo, pois, se ocorre a transferência da propriedade, o bem participa da norma geral dos bens sujeitos ao efeito da falência, mas, se houve transferência apenas do uso e gozo, o sócio participante pode reivindicar o bem não fungível. O sócio ostensivo será considerado mandatário, comissário ou depositário de tais bens e a restituição será cabível. (AFFONSO, 2014).

2.2.2 Deveres, Direitos e Responsabilidade dos Sócios.

A principal obrigação do sócio na sociedade em conta de participação é a integralização dos fundos sociais. A integralização por parte do sócio participante se dá por meio da transferência dos recursos prometidos ao sócio ostensivo. O sócio remisso responde pelos danos da mora, ele pode ser cobrado administrativa ou judicialmente ou mesmo excluído da sociedade. Um segundo dever é o de colaboração. O sócio age em desconformidade a esse dever quando seu comportamento prejudica o pleno desenvolvimento da atividade empresarial. Em casos extremos, o sócio desagregador pode ser excluído dos quadros sociais. Por fim, há o dever de participação nas perdas. É nula a exclusão de sócio das perdas da sociedade. O sócio investidor não pode ter sua responsabilidade limitada ao ponto de subtrair parte de sua entrada dos prejuízos, a participação nas perdas deve ser sempre igual ou superior ao montante aportado (GALIZZI, 2008).

Em contrapartida, os sócios possuem direitos de participação nos lucros, todos os sócios devem necessariamente participar dos resultados sociais²¹. É conferido também o direito de voto, porém não é direito inerente à condição de sócio. Os sócios participantes só poderão influir nas deliberações de interesse geral da sociedade caso

²¹ Art. 1.008 do Código Civil. É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas.

haja cláusula autorizativa no contrato social. Há direito de retirada, isto é, o direito de o sócio se retirar da sociedade por ato unilateral de vontade. Se a sociedade for contratada por prazo determinado, o sócio só pode se retirar provando justa causa judicialmente. Se contratada por prazo indeterminado, o direito de retirada pode ser exercido a qualquer tempo. Por fim, é conferido ao sócio participante o direito de fiscalização e o correspondente dever ao sócio ostensivo de prestar contas. Em razão da grande amplitude de poderes conferido ao sócio ostensivo para administrar os negócios sociais, o direito de fiscalização conferido ao investidor é de extrema importância. Por isso, é recomendável que o investidor negocie, no contrato, social um fluxo de informações periódico, assim como limites expressos ao poder de fiscalizar. No mesmo sentido, a prestação de contas representa tanto dever, quanto direito do sócio ostensivo, já que, por meio dela, desobriga-se de eventual responsabilização interna à sociedade, como se verá a seguir. (GALIZZI, 2008).

Nas sociedades em conta de participação, a responsabilidade perante terceiros recai exclusivamente sobre o sócio ostensivo e de forma ilimitada, ou seja, não apenas o patrimônio afetado aos fins sociais responderá por dívidas contraídas no decorrer do desenvolvimento da empresa, mas todo o patrimônio do sócio ostensivo. A existência da sociedade jamais poderá ser oponível a terceiros e a afetação patrimonial serve apenas para delimitar as relações entre os sócios. No âmbito interno, o sócio ostensivo também pode ser responsabilizado por desvio de finalidade na administração dos fundos sociais²². Além disso, constatada omissão do sócio ostensivo diante da persecução do objeto social, o sócio participante pode pleitear a dissolução da sociedade e devolução da sua contribuição. (AFFONSO, 2014).

Por outro lado, o sócio participante obriga-se perante o sócio ostensivo somente nos limites estipulados no contrato social, pois os sócios possuem liberdade para estipular as regras de suas relações internas²³ (AFFONSO, 2014). Essa liberdade é especialmente importante diante do direito de regresso de que é titular o sócio ostensivo contra o sócio participante quanto a dívidas contraídas por negócios sociais, pois a regressividade está sujeita aos limites acordados no contrato social ou, em caso de omissão, na proporção das respectivas quotas. Assim, as partes de um investimento anjo

²² Equipara-se aos deveres nos artigos 153 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas.

²³ A livre disposição das regras contratuais não abarca as relações externas, sob pena de desvirtuamento dos fins deste tipo de sociedade.

mediante sociedade em conta de participação podem prever, por exemplo, que a pessoa jurídica na qual se investe (sócia ostensiva) responderá de forma ilimitada perante terceiros e o investidor responderá perante a sócia investida somente até o limite correspondente ao montante aportado no fundo social. (GALIZZI)

Não obstante, frisa-se, o sócio participante torna-se solidariamente responsável pelas dívidas pelo sócio ostensivo em nome da sociedade, se atuar com ele em contatos pré-negociais ou negociação de contratos (COELHO, 2011). Este aspecto pode ser considerado uma desvantagem a depender do perfil do investidor, pois a sua ingerência no empreendimento será objeto de sanção, desconstituindo-se a vantagem inicialmente pretendida de limitação dos riscos de investir em um empreendimento ao montante aportado.

2.2.3 Término da Sociedade

As causas de dissolução da sociedade são o fim do prazo estipulado em contrato, a conclusão do objetivo social ou mesmo a impossibilidade de concluí-lo, o distrato social, ou seja, pela vontade de todos os sócios, o falecimento de um dos sócios e a falência de sócio ostensivo ou participante. Além disso, quando existirem só dois sócios, a resolução da sociedade diante de um deles acarretarão o fim da sociedade. Após a dissolução, segue a liquidação da sociedade, na qual, necessariamente, o sócio ostensivo deve ser o liquidante. A liquidação da sociedade em conta de participação ocorrerá via prestação de contas. (AFFONSO, 2014). Nesse sentido, comenta Galizzi:

... por não ser pessoa jurídica e não ter patrimônio próprio nem credores sociais, não há ativo a realizar nem passivo a solver na sociedade em conta de participação. O que existe é, tão somente, um potencial crédito ou débito do sócio participante em face do ostensivo. (GALIZZI, 2008, p.178).

Essa peculiaridade pode ser especialmente interessante para os investidores em caso de insucesso do empreendimento e conseqüente falência. A norma geral em caso de falência do sócio ostensivo, descrita no artigo 994, parágrafo 2º, do Código Civil, determina que falência deste acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário. Esta disposição representa uma vantagem da sociedade em conta de participação como mecanismo de investimento anjo em relação à aquisição de participação societária, pois, em caso de insucesso e

consequente falência do empreendimento, o investidor é tratado como credor e não como sócio propriamente dito.

2.3 Mútuo Conversível

O mútuo conversível é um instituto híbrido, derivado do contrato de mútuo e da figura das debêntures conversíveis – une o direito de crédito, em relação ao pagamento do valor investido, ao direito de subscrição futura, a possibilidade de conversão do valor em quotas em determinado momento. Esta opção se tornou um mecanismo muito utilizado pelos investidores-anjo por permitir esse tipo de investimento, similar às debêntures conversíveis, ocorra em sociedades de responsabilidade limitada, poupando o empreendedor de dispender recursos para alterar o tipo societário de sua startup. Para a maior compreensão do novo uso destinado a esse instituto, passa-se ao exame do contrato de mútuo original e das debêntures conversíveis como instrumento de financiamento de empresas.

2.3.1 Contrato de Mútuo

O mútuo é um empréstimo de coisa fungível. O objeto do empréstimo será transmitido pelo mutuante ao mutuário. Denomina-se empréstimo de consumo, pois o mutuário consumirá a coisa emprestada e devolverá não a mesma, mas coisa equivalente em gênero, qualidade e quantidade. Como regra geral, o mútuo presume-se gratuito, mas também pode ser oneroso e exigir contraprestação do mutuário, nesse caso, o Código Civil estabelece limite segundo o qual os juros remuneratórios não poderão exceder a taxa de juros em vigor para pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional. A cobrança acima do limite legal é considerada crime contra a economia popular e, no campo civil, nula. (LÔBO, 2017).

O mútuo é um contrato real, para que exista, deve haver a entrega da coisa. A partir da tradição o mutuário adquire a posse e a propriedade da coisa e pode consumi-la. Por essa razão, desde a tradição, os riscos da coisa são do mutuário. A extinção do contrato se dá pela restituição de coisa equivalente ou pela chegada do prazo determinado. Sendo empréstimo de coisa fungível, o mútuo pode ser em dinheiro, também chamado de feneratício. Não obstante, o direito brasileiro estabelece um limite muito reduzido às taxas de juros do mútuo feneratício, com a exceção de quando o

mutuante for instituição financeira, estas estão livres inclusive de limitação à taxa de juros. (LÔBO, 2017). Assim estabelece o artigo 591 do Código Civil:

Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.

Art. 406. Quando os juros moratórios não forem convencionados, ou o forem sem taxa estipulada, ou quando provierem de determinação da lei, serão fixados segundo a taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional.

É possível perceber alguma semelhança entre o contrato de mútuo e a conta de participação, afinal, os dois se dão com a transferência da propriedade de coisa. A grande diferença se dá na forma de remuneração do aporte. O sócio participante tem direito sobre os lucros auferidos pelo sócio ostensivo ao realizar a atividade fim da sociedade em conta de participação, enquanto ao mutuante cabe apenas o pagamento de juros, quando assim estipulado. Além disso, o insucesso do mutuário não exclui o direito do mutuante ao seu pagamento. Já na conta de participação, o lucro do investidor está ligado ao êxito do negócio. (GALIZZI, 2011)

2.3.2 Debêntures Conversíveis

As debêntures são uma espécie de valor mobiliário utilizado pelas sociedades anônimas para se capitalizarem. Diferentemente da compra de ações, na qual a remuneração do acionista é apenas uma expectativa, as debentures geram direito de crédito perante a sociedade. Ao subscrever esse valor mobiliário, o investidor está emprestando dinheiro à sociedade. No vencimento da debênture, geralmente estabelecido em prazos longos (oito a dez anos), a sociedade paga ao debenturista o reembolso do valor investido, assim como acréscimos remuneratórios – juros, correção monetária, participação nos lucros etc. Ademais, as debêntures podem conter cláusula de conversibilidade em ações. Isso significa que, depois de decorrido determinado período, o debenturista terá a faculdade de passar à condição de acionista. (COELHO, 2011)

2.3.2 O Mútuo Conversível como Investimento Anjo

Este novo uso atribuído ao contrato de mútuo é a junção do empréstimo de recursos a uma cláusula de conversibilidade similar à das debêntures conversíveis. Porém, diferentemente do debenturista, o investidor-anjo mutuante não tem como motivação a remuneração sobre o empréstimo. Como se viu, é vedada a aplicação de juros remuneratórios sobre o mútuo feneratício quando não se trata de instituição financeira. Então, o lucro do investidor dependerá exclusivamente da efetiva conversão do aporte em quotas. Caso decida pela conversão, o titular das quotas estará sujeito aos direitos e deveres correspondentes à condição de sócio (tópico 2.1).

Ao mútuo conversível não poderão ser aplicados os regramentos típicos das debêntures conversíveis, pois, ainda que tenham similaridades, os institutos têm naturezas diferentes – o mútuo é contratual e a debênture estatutária. Além disso, ainda é desconhecido o entendimento jurisprudencial acerca. Por isso, ao estabelecer um contrato de mútuo conversível, é recomendável a especial atenção à negociação de cláusulas de transparência de informações, retenção da propriedade intelectual desenvolvida na empresa e, principalmente, definir a quantidade de quotas a serem adquiridas no momento da conversão, afinal elas definirão muito do poder decisório na gestão da sociedade.

A grande vantagem deste instrumento é a possibilidade de, diante da alta taxa de insucesso deste tipo de empreendimentos, o investidor-anjo só se tornar sócio dos negócios com constatado alto potencial e estar protegido, enquanto mutuante, das exceções à responsabilidade limitada. Se o negócio não obtiver sucesso e o investidor optar pela não conversão, é possível que se estabeleça um plano de restituição do valor. Porém, há a desvantagem de possuir maior insegurança jurídica se comparado aos outros instrumentos. O mútuo conversível é um contrato atípico, não possui regulação própria e trata-se da adaptação de um instituto brasileiro para novos usos similares aos de institutos alienígenas, com as *convertible notes* americanas (NYBO, 2014), portanto, é possível assumir relativo desconhecimento da aplicação do mútuo conversível pela Justiça pátria.

Capítulo 3 – Panorama Posterior à LC nº 155

3.1 Do que trata Lei Complementar nº155 de 2016?

A Lei Complementar nº155 de 2016 trouxe mudanças para a Lei do Simples Nacional (Lei Complementar nº 123 de 2006), instituída para regulamentar o tratamento diferenciado e favorecido aos pequenos negócios previsto na Constituição Federal. A Lei do Simples Nacional instituiu um regime simplificado de arrecadação de tributos, com redução dos impostos e desburocratização dos cálculos e do recolhimento. Além disso, a Lei prevê meios de facilitar o acesso de microempresas e empresas de pequeno porte ao mercado, ao crédito e à justiça, o estímulo à inovação e à exportação. (SEBRAE, 2016).

Para definir o porte de uma empresa, a legislação brasileira se utiliza da receita bruta como critério. Conforme a LC nº 123 (alterada pela LC nº 155), microempresa era toda a sociedade empresária, sociedade simples, empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário individual que auferisse anualmente receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 e empresa de pequeno porte, aquela com receita bruta anual superior a R\$ 360.000,00 e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00.

Entre outras mudanças realizadas, a LC nº 155 introduziu a figura do investidor-anjo no ordenamento jurídico, com o objetivo de facilitar o acesso de pequenos negócios voltados à inovação ao crédito. Apesar de o investimento anjo ser tradicionalmente associado a startups, a legislação não faz menção ao termo e elege as microempresas e empresas de pequeno porte como alvos desse tipo de empreendimento. Há, porém, a exigência de que os negócios beneficiários tenham caráter disruptivo, pois os recursos devem servir à inovação.

3.2 Características do Investidor-anjo

A Lei Complementar nº155 de 2016 definiu que tanto pessoas físicas quanto jurídicas, inclusive os fundos de investimento, poderão realizar investimento anjo em

microempresas ou empresas de pequeno porte. Para tanto, devem utilizar um contrato de participação, cuja finalidade expressa deve ser o fomento a inovação e investimentos produtivos e com vigência máxima de sete anos. De acordo com a lei, o investidor-anjo terá as seguintes características:

I. Não será considerado sócio (art. 61-A, §4º, I).

De acordo com o art. 61-A, §4º, I da LC nº 155, o investidor-anjo “não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa”. Essa característica está diretamente ligada à disposição expressa, segundo a qual o aporte de recursos realizado pelo investidor-anjo não integrará o capital social do empreendimento, diferentemente de um sócio, cuja principal obrigação é a integralização do capital social.

O investidor realizará o aporte de recursos na empresa por meio de um contrato de participação e será remunerado por seu investimento nos termos contratados e conforme os requisitos formais estabelecidos pela lei. Como a quantia aportada não fará parte do capital social, o investidor não será titular de quotas correspondentes à sua contribuição. A lei é omissa, no entanto, em definir a natureza contábil do investimento, pois, a fim de manter o enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, a quantia investida também não será considerada receita para fins de enquadramento como microempresa ou empresa de pequeno porte (artigo 61-A, §5º²⁴).

Como visto anteriormente, existem três funções fundamentais a justificar a existência do capital social: as funções de produtividade, de garantia e de definição do poder relativo de cada sócio. Chama-se atenção aqui, em especial, à função de garantia. O capital social serve como garantia aos credores de um mínimo patrimonial intangível, isto é, impassível de ser utilizado como remuneração pelos sócios. Ao optar-se por não considerarem o aporte realizado pelo investidor como capital social, o legislador tira deste montante o caráter de forte garantia aos credores. Como consequência, é possível que a sociedade deixe de ganhar poder negocial ou mesmo um maior atrativo para potenciais credores.

²⁴ O dispositivo determina que “para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade”.

Cabe lembrar também de uma das funções menores do capital social, a avaliação econômica. Ainda que o patrimônio da sociedade sofra variações ao longo da atividade, conforme seja melhor ou pior sucedida, e distancie-se do montante correspondente ao capital social, para empresas nascentes, esta cifra exerce a função de medida da sua solidez do empreendimento, ou seja, um elemento com o qual terceiros podem avaliar se estabelecerão relações de crédito com a sociedade. Na prática, caso a sociedade precise recorrer a alguns tipos de financiamento, poderá se deparar com a exigência de uma capital social mínimo como requisito do contrato.

O principal objetivo do legislador ao determinar que o valor investido não integre a cifra do capital social parece ser, justamente, diferenciar a figura do investidor da de sócio, pois o capital social não é critério de definição do porte da empresa, nem do regime tributário aplicável à sociedade.

O diploma, além de determinar que o investidor-anjo não será considerado sócio, veda qualquer exercício de gerência ou poder político na administração da empresa por parte dele. Então, será impossível estabelecer cláusulas contratuais que confirmam direito de direito a voto ou veto aos investidores, sendo este último comumente estabelecido nos contratos de mútuo conversível em participação societária, cuja sanção seria o exercício dos direitos creditícios por meio da antecipação do vencimento da dívida. (RAMOS; FELIPE; LUZ, 2016).

Em primeiro momento, parece cumprir o propósito de impedir que um verdadeiro sócio se passe por investidor para participar da administração da sociedade sem estar sujeito aos riscos de responsabilização que incidem sobre sócios comuns. (RAMOS; FELIPE; LUZ, 2016). Contudo, é muito comum que contratos de investimento contenham cláusulas de votação para a aprovação de determinados atos de gestão ou mesmo o simples direito de veto, quando entender que algum ato da administração possa resultar em aumento do risco ou desvalorização da empresa. Além disso, a lei parece desconsiderar o caráter imaterial do investimento-anjo – a expertise do investidor – ao restringir tanto a sua interferência no negócio.

Em contrapartida à vedação de qualquer interferência na gestão do empreendimento, a lei estabelece como garantia ao investidor ser eximido de quaisquer exceções à responsabilidade limitada, o que nos leva à característica seguinte.

II. Não responderá por qualquer dívida da empresa (art. 61-A, §4º, II).

Essa é a resposta do legislador a um dos grandes medos que rondam esse tipo de investimento: a responsabilização por dívidas da sociedade. Conforme o dispositivo, o investidor-anjo “não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil”.

Como visto, nas sociedades de responsabilidade limitada, o patrimônio dos sócios, em regra, não responde por dívidas da sociedade. A sociedade de responsabilidade limitada foi especialmente concebida para que as pessoas, após a integralização do capital social, exercessem a atividade empresarial com a certeza de que não sofreriam perda ou redução de seu patrimônio particular. Essa regra, porém, comporta exceções.

A responsabilidade dos sócios por dívidas da sociedade difere em relação ao tipo de credor – negociais e não negociais. Os credores negociais são aqueles capazes de avaliar as condições de idoneidade e solvência da sociedade e assumir os riscos de sua inadimplência. Os credores não negociais não têm condições de discutir estipulações contratuais, seus direitos não vêm de relação negocial, ou derivam de contrato cujas cláusulas não puderam evitar, é o caso do fisco, trabalhadores, consumidores e titulares de indenização em razão de ilícitos cometidos pela sociedade. Aos credores não negociais, o direito confere maior proteção. (GAINO, 2012)

Perante o fisco, a lei tributária não imputa responsabilidade a todos os sócios, apenas a quem exerce poder de gerência ou administração. A responsabilidade tributária pode ser imputada ao sócio administrador ou até ao administrador que não integra o quadro social da sociedade. Perante o crédito trabalhista, a jurisprudência se firmou no sentido de priorizar o direito do trabalhador ao direito do sócio, já que, por depender do salário para a própria sobrevivência, não pode sujeitar-se aos riscos da atividade empresarial. Nesse sentido, a Justiça do Trabalho vem sistematicamente desconsiderando a personalidade jurídica da sociedade limitada para atingir o patrimônio particular dos sócios. (GAINO, 2012)

Conforme o artigo 61-A, §4º, II, da Lei, o investidor-anjo não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e diante da aplicação do artigo 50 do Código Civil, que trata da desconsideração da personalidade jurídica.

III. Será remunerado pelos aportes de acordo com contrato de participação, por até cinco anos, em montante não superior a 50% dos lucros da sociedade e somente poderá exercer o direito de resgate após dois anos do aporte de capital. (art. 61-A, §4º, III, §6º e §7º).

Estes são alguns dos pontos controvertidos da lei, pois estabelecem limitações temporais e quantitativas à remuneração do investidor como critérios formais para que o contrato seja considerado investimento-anjo e, portanto, usufrua dos direitos correspondentes. No texto da lei:

§ 4º O investidor-anjo:

III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

(...)

§ 6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

§ 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

A grande razão realizar investimento em startup, de natureza tão arriscada, é a possibilidade de receber taxas altíssimas de retorno. Apesar disso, a lei limitou a remuneração do investidor-anjo a 50% dos lucros²⁵ da sociedade. Estabelecer um teto para as possibilidades de ganho do investidor apesar de representar uma proteção aos

²⁵ Observa-se aqui uma das lacunas deixadas pela lei, pois não se sabe se o percentual incide sobre o lucro líquido da sociedade ou sobre a parcela dos resultados a ser distribuída para os sócios.

sócios do empreendimento, mas pode ser um grande desestímulo para os investidores e dificultar o acesso de empresas nascentes ao crédito.

Além do teto remuneratório, estabeleceu-se um limite temporal de cinco anos para remuneração do investidor por seus aportes. Não é incomum que um negócio nascente leve mais de cinco anos para gerar retorno tanto aos empreendedores quanto ao investidor. Essa limitação, além de tolher a autonomia das partes, aumenta o risco de investir.

Nesse cenário, a maior perspectiva de ganhos do investidor estará na possibilidade de venda da sociedade para terceiros. É comum que após alguns anos de desenvolvimento, startups passem por uma nova rodada de investimentos, na qual ocorra a venda total ou parcial da sociedade já por valores altos. Não obstante, a lei estabelece o prazo máximo de sete anos de vigência para o contrato de participação, então o investidor só se beneficiará desses ganhos caso a operação ocorra dentro deste prazo. (DUARTE, 2016).

Outro meio de maximizar os ganhos a despeito do teto remuneratório estabelecido é o acréscimo de uma cláusula de conversibilidade no contrato de participação. Apesar de não constar na lei como um direito do investidor-anjo, não houve vedação legal a esta estipulação contratual. Assim, no momento da conversão, o investidor teria a prerrogativa de adquirir quotas da sociedade por um valor mais baixo do que o oferecido na rodada de investimentos. Ao tornar-se sócio, não se sujeita mais ao teto remuneratório, mas perde a ampla proteção contra dívidas da empresa e demais direitos atribuídos ao investidor-anjo.

Conforme artigo 61-A, §7º, da Lei, o investidor-anjo só poderá exercer direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos de aporte inicial e os haveres serão pagos nos termos do artigo 1.031 do Código Civil.

Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.

Esta disposição representa uma proteção às empresas investidas, pois o montante devolvido será proporcional à situação patrimonial da sociedade, em percentual definido no contrato de participação e sem exceder o valor total do aporte corrigido. O legislador optou por evitar que o resgate onere excessivamente a empresa, impedindo que seja resgatado o valor integral do aporte, quando a sociedade estiver em situação financeira delicada. (RAMOS; FELIPE; LUZ, 2016).

Sob a perspectiva do investidor, por outro lado, a disposição representa mais risco a sua atividade. As empresas nascentes representam uma fatia extremamente volátil do mercado, poucos dos negócios iniciados sobrevivem aos primeiros anos de atuação. Ao estabelecer um prazo mínimo de resgate, o legislador limita a liberdade de atuação do investidor neste período, já que mesmo diante de um fracasso iminente, terá o seu aporte engessado em um negócio ruim.

IV. Terá direitos de preferência e *tag along* (art. 61-C).

Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.

Pois bem, o investidor-anjo não será considerado sócio, mas possuirá por lei alguns direitos tipicamente conferidos aos titulares de participação societária em acordos de quotistas. Estes acordos são conjuntos de convenções, para além do contrato social, quanto a direitos e deveres dos sócios em relação à sociedade. Entre as cláusulas mais comumente abordadas nos acordos de quotistas, estão o direito de preferência e o de *tag along* – agora conferidos por lei ao investidor-anjo.

O direito de preferência na aquisição de quotas significa que, caso uma parte receba oferta para alienar suas quotas, as demais partes do acordo terão prioridade em relação ao terceiro ofertante para adquiri-las nas mesmas condições da oferta recebida. Só diante da recusa dos demais sócios, a alienação a terceiro poderá ocorrer. (BENEMOND, 2015). A lei traz aplicação análoga deste direito ao investidor-anjo, pois terá, em caso de venda da empresa, preferência na aquisição.

O direito de *tag along* refere-se à opção de um sócio acompanhar outro na venda de quotas a terceiros, em geral, por uma porcentagem (previamente acordada) do valor pago a quem primeiramente queria vender suas quotas. Assim, condiciona-se a alienação das quotas a terceiro, à alienação das quotas de todos os sócios que exercerem o *tag along*. (BENEMOND, 2015). Por lei, ainda que não seja titular de quotas, o investidor-anjo terá a faculdade de vender a titularidade do aporte de capital nos mesmos termos e condições ofertados aos sócios regulares.

Todavia, a lei não menciona como deverá ocorrer a compatibilização entre valores oferecidos pelas quotas e pela titularidade do aporte, já que este não integrará o capital social, nem como se dá a regulação das prerrogativas, afinal, os direitos só se realizam diante da obrigação dos sócios de dar ciência aos demais quando ocorrem ofertas de terceiros. O investidor-anjo deverá preocupar-se então em predefinir critérios de compatibilização, assim como os mecanismos de publicidade nas operações no contrato de participação de forma a dar efetividade aos seus direitos.

Os direitos de preferência e *tag along* surgem como mecanismos de proteção de sócios ou acionistas minoritários caso ocorra uma troca no controle da sociedade empresária. Diante disso, cabe o questionamento: se o investidor não é mais sócio, faz sentido conferir estes direitos?

Por definição, o investidor-anjo atua de forma próxima aos empreendedores, pois se caracteriza por investir não só bens, mas um capital intelectual, além de fornecer recursos exerce papel de mentor ou conselheiro. Antes de realizar um aporte, o investidor-anjo realiza uma série de pesquisas e projeções em relação ao potencial de crescimento da empresa, essa estimativa baseia-se também no capital humano da sociedade – o potencial da equipe na gestão do negócio. Nesse sentido, pode-se entender que existe nesta relação um elemento imaterial similar à *affectio societatis* típica das sociedades limitadas entre o investidor-anjo e os sócios, portanto, parece razoável atribuir estas prerrogativas ao investidor. Então, faz sentido dar ao investidor a possibilidade de exercer o direito de preferência e *tag along* diante de alteração tão substancial na estrutura do negócio como é a venda da sociedade a terceiros.

V. Poderá ceder sua posição no contrato de participação (art. 61-A, §§ 8º e 9º).

O investidor-anjo poderá transferir a titularidade de seu aporte para terceiros. Se a transferência for para um terceiro alheio à sociedade, dependerá de consentimento dos sócios, salvo disposição contratual em sentido contrário. Neste ponto, ao conferir característica de circulabilidade à posição ocupada no contrato de participação, a lei possibilita maior liberdade de atuação ao investidor e, conseqüentemente, diminui riscos e aumenta suas chances de obter lucro. É importante ressaltar, porém, que a transferência da titularidade é condicionada à concordância dos sócios.

§ 8º O disposto no § 7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros.

§ 9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.

3.3 Aspectos Comparativos

O segundo capítulo desta pesquisa destinou-se a examinar três tipos de contrato utilizados para realizar o investimento-anjo antes da instituição do contrato de participação pela LC nº 155. Agora, passa-se ao exame comparativo entre o panorama anterior e o atual (posterior à edição da lei). Faz-se ressalva quanto ao curto período de tempo entre a publicação da lei e a realização da pesquisa, o que significa a escassez de elementos para a análise dos efeitos reais das novas disposições no cenário de investimentos anjo brasileiros no Brasil.

Cada um dos contratos presentes na pesquisa pode, eventualmente, adequar-se melhor a um perfil de investidor ou caso concreto. Portanto, para efeitos de comparação objetiva, optou-se pela análise de cinco questões essenciais à atividade de investir: (i) como o investidor lucra, caso o empreendimento seja bem sucedido; (ii) se pode ser responsabilizado por atos sociais; (iii) se têm poder político na administração do negócio; (iv) se possui mecanismos de fiscalização do administrador e; (v) como perde em caso de insucesso do negócio.

No caso de aporte de capital pela aquisição de participação societária, a remuneração se dá pelo direito de participação nos lucros, em percentual livremente estabelecido em contrato. A responsabilidade por atos da sociedade é limitada ao patrimônio da sociedade, excetuados os casos de desconsideração da personalidade

jurídica, principalmente em dívidas de natureza não negocial, como as fiscais e trabalhistas. Nesse cenário, não há diferenciação entre o investidor e os demais participantes da sociedade, por isso, lhes são atribuídos todos os direitos e deveres de sócio, inclusive os políticos, como o direito de voto, assim, é permitida a participação do investidor na administração do negócio. Entre estes direitos, também está o de fiscalização e mecanismos para efetivar o exercício desse direito. A lei assegura, por exemplo, algumas informações mínimas como o acesso a livros, caixa e carteira da sociedade, além de prestação de contas da administração (COELHO, 2011). Por fim, caso o empreendimento fracasse, o quotista é o último a receber – dissolvida a sociedade, a partilha do patrimônio da empresa entre os sócios só se dá após a liquidação de todas as dívidas da sociedade.

Na sociedade em conta de participação, igualmente, a remuneração do investidor se dá pelo direito de participação nos lucros em percentual livremente estabelecido em contrato. Quanto à responsabilidade, exclusivamente o sócio ostensivo (empreendedor) responde pelos atos negociais de forma pessoal e ilimitada perante terceiros, mas existe direito de regresso contra o investidor em proporções estabelecidas em contrato, sendo obrigatória a participação nos prejuízos. O sócio participante pode ter direito de voto, desde que haja cláusula contratual autorizativa, mas não pode interferir em negociações externas à sociedade, sob pena de tornar-se solidariamente responsável por suas dívidas. O investidor tem direito de fiscalização e há possibilidade de responsabilização do sócio ostensivo por desvio de finalidade do patrimônio especial. Em caso de insucesso da atividade, o investidor tem o dever de participação nos prejuízos²⁶ em proporção semelhante ou maior ao montante aportado. Em caso de dissolução, se houver saldo restante contra a sociedade, será tratado como crédito quirografário.

No contrato de mútuo conversível em participação, o mutuante, devido às restrições legais, não tem como possibilidade a remuneração pelo empréstimo, portanto, o lucro vem da conversão do aporte em participação. Nesse caso, receberá tratamento jurídico de sócio e poderá lucrar pela venda das quotas ou pelo recebimento de participação nos lucros. O mutuante não possui qualquer responsabilidade por dívidas da sociedade, ao contrário, é credor dela. Apesar de, enquanto mutuante, não receber poderes de sócio, poderá estabelecer cláusulas de voto e veto no contrato. Apesar de não

²⁶ Art. 1.008, Código Civil. É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas.

haver propriamente um direito de fiscalização sobre a gestão do negócio, é comum os contratos preverem alguns limites a serem observados pelos empreendedores na gestão da empresa sob pena de vencimento antecipado da dívida. Em caso de insucesso do negócio, até que ocorra a conversão, o mutuante é considerado credor da sociedade. Depois, o tratamento é o conferido aos demais sócios. Um ponto negativo do contrato de mútuo conversível é a relativa insegurança jurídica, pois não é um instituto regulado – é um contrato atípico.

O contrato de participação prevê a remuneração do investidor-anjo por recebimento de participação nos lucros, contudo, limitada ao período de cinco anos e a 50% dos lucros da sociedade. De acordo com a lei, em nenhuma hipótese será responsabilizado por dívidas da sociedade, inclusive quando aplicada a teoria da desconsideração da personalidade jurídica. Sua participação na gestão do empreendimento é expressamente vedada, inclusive o direito a voto. Quanto a mecanismos de fiscalização do administrador, a lei é omissa. Em caso de insucesso da atividade, após o prazo dois anos do aporte, o investidor poderá exercer direito de resgate proporcional ao patrimônio líquido da sociedade (em percentual definido em contrato) sem ultrapassar o valor do aporte corrigido.

	Investidor quotista (sócio):	Sócio participante na conta de participação:	Mutuante em contrato de mútuo conversível:	Investidor-anjo no contrato de participação:
(i) Como lucra se o negócio é bem sucedido?	Direito de participação nos lucros em porcentagem estabelecida contratualmente.	Direito de participação nos lucros em porcentagem estabelecida contratualmente.	Conversão do empréstimo em participação na sociedade.	Direito de participação nos lucros limitado a 50% e por cinco anos.
(ii) Possui responsabilidade por dívidas sociais?	Responsabilidade limitada, porém com exceções.	Dever de participação nos prejuízos.	É credor da sociedade (até o momento da conversão).	Não possui.
(iii) Tem a prerrogativa de interferir na	Direito de participação política.	Pode ter direito de voto, desde que haja cláusula	Há a possibilidade de estabelecer	Vedação expressa a qualquer

administração da sociedade?		contratual autorizativa. Caso interfira nas negociações externas: responsabilidade solidária.	cláusulas de voto ou veto	interferência na administração da sociedade.
(iv) Possui mecanismos de fiscalização do administrador?	Direito de fiscalização.	Direito de fiscalização e possibilidade de responsabilização do sócio ostensivo por desvio de finalidade do patrimônio especial.	É possível estabelecer limitações contratuais ao administrador - vencimento antecipado.	Lacuna legal.
(v) Quais as consequências do fracasso do negócio?	É o último a receber, após o pagamento de todos os credores da sociedade.	Participação nos prejuízos. O saldo que possuir diante da sociedade será tratado como crédito quirografário.	O mutuante é credor da sociedade.	Direito de resgate apenas após dois anos e proporcional ao patrimônio da sociedade.

Elaboração própria (2017).

3.4 A lei é congruente com a finalidade de incentivar o investimento-anjo?

Ainda é cedo para descrever os efeitos da lei em nosso cenário econômico, mas é possível constatar, sob o ponto de vista do investidor-anjo, que a lei traz alguns pontos benéficos e algumas restrições ao exercício desta atividade. Saber se os benefícios superam as limitações cabe a uma análise de casos concretos e, principalmente, do perfil do investidor.

O maior benefício da lei atribuído aos investidores é a garantia de que não responderão por dívidas da sociedade, inclusive, em caso de aplicação da teoria desconsideração da personalidade jurídica. Antes da lei, um dos grandes receios de se investir em sociedades limitadas eram as possibilidades de mitigação da autonomia patrimonial entre sociedade e sócios, isto é, além do risco de perder toda a quantia

investida, mais tarde, responder por outras dívidas do empreendimento, especialmente, de natureza consumerista, trabalhista e tributária. Agora, o patrimônio particular do investidor-anjo jamais será abrangido pelos riscos do empreendimento.

Outro benefício é a atribuição de institutos societários ao titular do aporte – os direitos de preferência e *tag along*. Mesmo em se tratando de aquisição de quotas, quando o investidor decide ser sócio do empreendimento, não há obrigação legal de atribuir-lhe o direito de *tag along*, a prerrogativa é objeto de acordo particular. Agora, por disposição legal, o investidor-anjo será titular destes direitos. Apesar de darem mais autonomia à atuação do investidor, cabe a ressalva de que a lei atribui estes direitos de forma pouco técnica, deixando lacuna quanto à forma de compatibilização entre quotas e titularidade do aporte (no caso de venda conjunta) e formas de regulação destes institutos, como mecanismo de transparência e ciência de eventuais ofertas.

Por fim, ainda entre os benefícios, está a possibilidade de ceder a titularidade do aporte a terceiros (diante do consentimento dos sócios ou conforme estipulado em contrato). Também esta prerrogativa aumenta as possibilidades de atuação do investidor-anjo e maximização de seus rendimentos, além de conferir maior dinamicidade à circulação de crédito.

No outro lado da balança, estão as restrições infligidas ao investidor. É o caso do estabelecimento de um teto remuneratório ao investidor pelo aporte e do de prazos máximos cinco anos para a duração da remuneração e sete anos de validade do contrato de participação em si. Como mencionado, tanto na aquisição de quotas ou conversão de mútuo, como na sociedade em conta de participação, a remuneração do investidor é livremente estabelecida contratualmente, assim como a duração do contrato. Também há limitação ao exercício do direito de resgate pelo investidor-anjo. A lei somente autoriza o resgate após dois anos da realização do aporte e em parcela proporcional ao patrimônio da empresa. Nos outros contratos analisados, não há restrição ao direito de retirada no caso de sócios, nem ao vencimento antecipado de mútuo diante de cláusula contratual.

Uma falha da lei é não trazer dispositivos que tratem das fraudes entre investidor-anjo e a sociedade e seus sócios (RAMOS; FELIPE; LUZ, 2016). Em vez disso, traz uma série de limitações de modo a inibir práticas abusivas por parte do investidor, mas não dá mecanismos para que ele se proteja de abusos por parte dos

empreendedores. A lei não fornece mecanismos de fiscalização da gerência ao investidor-anjo, nem atribui obrigação de transparência aos empreendedores. Como visto na análise comparativa, o direito de fiscalização está presente tanto entre os direitos do sócio quotista, quanto do sócio participante da sociedade em conta de participação. Mesmo no mútuo conversível, há o costume de estabelecerem-se cláusulas com limites a serem observados pela gestão da empresa e a seu não cumprimento punido com o vencimento antecipado da dívida. Esse tipo de cláusula não encontra espaço no contrato de participação, pois a lei optou por vedar qualquer interferência do investidor no empreendimento.

Nesse sentido, dentre os instrumentos analisados, o contrato de participação é o que mais retira qualquer poder político do investidor-anjo na sociedade. O legislador parecer ter buscado impedir que um verdadeiro sócio se passe por investidor-anjo para usufruir da isenção de responsabilidade. Ocorre que essa opção legislativa, veda práticas corriqueiras do mercado de estabelecer cláusulas pontuais de participação política do investidor em decisões do seu interesse, afinal, também lida com os riscos do empreendimento e, no caso do investidor-anjo, costumam aportar, além de patrimônio, capital intelectual ao negócio.

Dentre os aspectos analisados, pode-se considerar a regulação do investimento anjo como um avanço para a intensificação da atividade, pois, além de solucionar a antiga demanda do investidor quanto à responsabilização por dívidas da sociedade, traz segurança jurídica à operação. Não obstante, a lei falha ao direcionar parte de seu caráter regulatório apenas ao investidor, observa-se uma grande preocupação em proteger os empreendedores de eventuais abusos, inclusive exercendo significativa limitação à autonomia contratual das partes, mas poucas contrapartidas em termos de proteção do investidor contra fraudes da sociedade e seu sócios. Ainda, ao conferir-lhe benefícios societários, em especial o direito de venda conjunta (*tag along*), o faz de forma pouco técnica e não fornece mecanismos de efetivação desse direito. Assim, é possível dizer que o contrato de participação beneficia o investimento anjo ao representar mais um instrumento possível para as partes da operação, mas, como instrumento único, suas limitações poderiam desestimular os investidores.

Considerações finais

O investimento anjo é um importante mecanismo de fomento à inovação e ao empreendedorismo. Não obstante, só recebeu regulação própria no ordenamento jurídico brasileiro com a Lei Complementar nº 155 de 2016. O objetivo da presente pesquisa foi determinar a qualidade da Lei como forma de estímulo a este tipo de investimento a partir de uma análise comparativa entre o panorama anterior e o atual.

Primeiramente, no Capítulo 1, estabeleceram-se pressupostos teóricos acerca de dois institutos fundamentais do Direito Comercial como um todo e para a presente análise – empresa e capital social. O conceito jurídico de empresa, diferentemente do uso em linguagem casual, denota uma atividade, uma sequência de atos voltados à finalidade específica de gerar riquezas. Quem organiza essa atividade é o empresário ou uma sociedade empresária, uma pessoa jurídica dotada de direitos, obrigações e patrimônio próprio.

Para dar início à sua atividade, a sociedade empresária precisa angariar recursos suficientes para bancar a sua produção até que gere lucros. Os meios mais tradicionais para tanto são o financiamento, o autofinanciamento e a capitalização. O financiamento bancário é o meio menos vantajoso economicamente. As instituições financeiras são avessas ao risco e traduzem isso em taxas altas de juros e curtos prazos para amortizações, um cenário muitas vezes incompatível com a realidade econômica de uma empresa jovem. O autofinanciamento se dá pela emissão de debentures conversíveis e *commercial papers*, uma solução atrativa, mas restrita às sociedades anônimas. Por fim, a capitalização significa uma injeção de recursos no capital social da empresa em troca de quotas ou ações, isto é, tornar-se sócio.

O capital social é o núcleo essencial do patrimônio de uma sociedade empresária, por isso, recebe tratamento jurídico próprio. O maior exemplo dessa distinção é a incidência do princípio da intangibilidade sobre o instituto, isso significa que esta fatia do patrimônio não poderá ser repassada aos sócios a título de dividendos ou juros. Assim reforça-se a separação patrimonial entre sociedade e sócios, já que só serão remunerados quando a atividade efetivamente gerar lucro, um fundamento importante para justificar a limitação da responsabilidade dos sócios pelas dívidas da

sociedade. O capital social, portanto, possui duas funções menores de avaliação econômica da empresa e medida da responsabilidade dos sócios e três funções de maior relevância, as de produtividade, garantia e distribuição do poder societário.

Em seguida, é proposta uma contextualização da importância do capital de risco como fomento ao empreendedorismo e à inovação e situado o investimento anjo como parte do mercado de capitais de risco. Um dos maiores obstáculos ao desenvolvimento de pequenas e médias empresas é o acesso ao crédito e captação de recursos, pois não possuem a estrutura necessária para a listagem em bolsa de valores e o financiamento bancário se mostra inviável, com suas altas taxas de juros, diante da realidade econômica destes empreendimentos. Por isso, o capital de risco exerce o importante papel de fornecer recursos para este tipo de negócio. No entanto, mesmo no mercado de capital de risco, há empresas consideradas arriscadas demais para cumprir os requisitos impostos pelos fundos de *Venture Capital*, por seu estágio de desenvolvimento. São justamente nesses negócios que os investidores-anjo investem.

O investimento anjo já ocorria no Brasil antes de ser inserido no ordenamento jurídico e, no Capítulo 2, foram escolhidos e descritos (sob a hipótese de a startup ter sido constituída como uma sociedade limitada) três meios de realizá-lo para compreensão do panorama anterior à regulação : a aquisição de quotas, a formação de uma sociedade em conta de participação e a celebração de um contrato de mútuo conversível.

A aquisição de quotas corresponde à operação de capitalização. O investidor injetaria recursos no capital social do empreendimento e receberia, em contrapartida, quotas sociais correspondentes ao montante aportado. Não há diferenciação entre o sócio investidor e os demais sócios, portanto, torna-se de sujeito de direitos e deveres, quais sejam: a obrigação de integralizar o capital subscrito, o dever de lealdade, o direito de participação nos lucros, de participação nas deliberações sociais, de fiscalização da administração e de preferência. A grande desvantagem deste caminho é a possibilidade de responsabilização por dívidas da empresa em caso de aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, especialmente diante de dívidas não negociais como as de natureza trabalhista, consumerista e tributárias. Além disso, em caso de liquidação da sociedade, o investidor não teria direito de crédito contra ela.

A sociedade em conta de participação é um tipo de sociedade não personalizada, caracterizada pela presença de dois tipos de sócios, o participante (ou investidor) e o ostensivo (ou empreendedor). Por não ter personalidade jurídica, todos os atos da sociedade se dão sob a responsabilidade do sócio ostensivo, que se obriga exclusiva e ilimitadamente pelas dívidas do negócio. Por não ter patrimônio próprio, os aportes realizados pelos sócios na conta de participação integram o patrimônio do sócio ostensivo sob a forma de um fundo social, cujo desvio de finalidade enseja responsabilização do empreendedor.

Por último, descreve-se o mútuo conversível, uma adaptação do contrato de mútuo para a realidade do investimento-anjo, atribuindo-lhe utilização semelhante à das debêntures conversíveis nas sociedades anônimas e das *commercial notes* no direito americano. O mútuo tradicional corresponde ao empréstimo de coisa fungível de forma onerosa ou gratuita. No caso do mútuo em dinheiro, excetuando-se as instituições financeiras, a taxa de remuneração é muito limitada. Portanto, acrescentou-se ao contrato de mútuo uma cláusula de conversibilidade do montante aportado em participação societária decorrido prazo ou condição pré-estabelecidos. Dentre estes tipos de contrato, o mútuo conversível parece ser o com maior insegurança jurídica, pois não possui regulamentação própria e, conseqüentemente, desconhecimento das cortes sobre seu funcionamento.

No Capítulo 3, trata-se do panorama atual. Com o advento da Lei Complementar nº 155 de 2016, foi instituído o contrato de participação como forma de realizar este tipo de investimento. O contrato poderá ser celebrado entre investidores pessoas físicas ou jurídicas em microempresas ou empresas de pequeno porte. Deverá conter a finalidade expressa de fomento à inovação e investimentos produtivos e terá vigência máxima de sete anos.

De acordo com os preceitos legais do contrato de participação, o investidor-anjo possui as seguintes características: não será considerado sócio e seu aporte não integrará o capital social; não responderá por qualquer dívida da empresa; será remunerado pelos aportes de acordo com contrato de participação, por até cinco anos, em montante não superior a 50% dos lucros da sociedade e somente poderá exercer o direito de resgate após 2 anos do aporte de capital; terá direitos de preferência e *tag along*; e poderá ceder sua posição no contrato de participação.

Para proceder-se à análise comparativa entre os panoramas anterior e atual, elegeram-se pontos de exame essenciais à atividade de investir: (i) como o investidor lucra, caso o empreendimento seja bem sucedido; (ii) se pode ser responsabilizado por atos sociais; (iii) se têm poder político na administração do negócio; (iv) se possui mecanismos de fiscalização do administrador e; (v) como perde em caso de insucesso do negócio.

Nesse sentido, observou-se que em todos os contratos correspondentes ao panorama anterior, a remuneração do investidor se dá pela participação nos lucros em porcentagem livremente estabelecida em contrato (no caso do mútuo, apenas após a conversão). Também é possível obter lucro pela venda das fatias do capital social, ou fundo social na conta de participação, que lhe competem. Já no contrato de participação, o investidor terá direito a participação nos lucros, mas terá sua remuneração limitada a 50% dos lucros da sociedade e pelo período de cinco anos apenas. Terá a possibilidade de ceder sua posição no contrato ou exercer o direito de *tag along*, isto é, a venda conjunta de seu aporte em caso de venda da sociedade, mas não chega a ser efetivamente titular de participação societária, pois o investimento realizado não integrará o capital social.

Quanto à responsabilidade por dívidas do negócio, o quotista de uma sociedade limitada, apesar de, em regra, não ser responsabilizado por dívidas sociais, está sujeito à aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pelos tribunais e exceções legais à limitação quando se tratar de credores não negociais. O sócio investidor na conta de participação tem o dever de participação nas perdas, nos limites contratuais. O mutuante não responde por dívidas sociais, pelo contrário, é um credor da sociedade. No contrato de participação, por disposição legal, o investidor-anjo não será responsabilizado por obrigações do empreendimento, mesmo em caso de aplicação da desconsideração da personalidade jurídica.

Em relação à existência de poder político, nota-se ser o contrato de participação o que mais esvazia a participação do investidor-anjo na formação de vontade da sociedade. Como visto o legislador não só optou por não considerar o aporte como parte do capital social, um importante instrumento de divisão do poder político na sociedade, mas também, vedou expressamente o qualquer direito de participação na gerência ou voto na administração da sociedade. Esses direitos, em maior ou menor grau, são

comumente inerentes ou conferidos às partes nos outros tipos contrato, mesmo que pontualmente em temas estratégicos.

Os mecanismos de fiscalização estão presentes como direito do sócio tanto na aquisição de quotas quanto na sociedade em conta de participação. No caso do mútuo conversível, é comum os contratos preverem alguns limites a serem observados pelos empreendedores na gestão da empresa sob pena de vencimento antecipado da dívida. Não obstante, a LC nº 155 não faz menção a quaisquer mecanismos de fiscalização ou obrigação de transparência entre sociedade e investidor. Inclusive, impossibilita cláusulas similares às do mútuo conversível por dois anos, ao estabelecer este como o prazo mínimo para o exercício de resgate do aporte (em uma comparação ao vencimento antecipado do mútuo).

Em caso de insucesso do negócio, o investidor quotista é o último a receber, pois não é considerado credor da sociedade. Na sociedade em conta de participação, em caso de falência do sócio ostensivo, o sócio participante é considerado credor quirografário do saldo que lhe compete. O mutuante é credor da sociedade, portanto não responde por seu insucesso até a conversão do aporte em participação societária. No contrato de participação, caso o negócio fracasse, o investidor só poderá resgatar o valor aportado depois de dois anos da operação no menor valor entre porcentagem pré-estabelecida do patrimônio da sociedade e o valor total do aporte.

Por fim, tratou-se da questão da congruência da lei com a finalidade de incentivar o investimento anjo. Apesar da escassez de elementos factuais para análise devido ao pouco tempo decorrido desde a publicação da Lei, percebe-se que nem todas as inovações trazidas trabalham a favor do crescimento de investimentos. A lei trouxe limitações temporais e quantitativas à remuneração do investidor, bem como à duração do contrato de participação em si e do exercício do direito de resgate. Conferiu direitos societários ao investidor, ainda que não seja considerado sócio, como benefícios pertinentes à atividade, mas o fez de forma pouco técnica. Esvaziou o poder político do investidor-anjo e vedou o estabelecimento de cláusulas de voto ou veto prática corriqueira no mercado. Em suma, restringiu as possibilidades de atuação do investidor-anjo na sociedade, mas lhe conferiu poucos mecanismos de proteção a fraudes por parte dos empreendedores. Ainda assim, pode-se considerar a lei um avanço, pois trouxe mais

segurança jurídica à atividade e uma resposta legislativa ao problema da responsabilização de investidores por dívidas da sociedade.

Referências Bibliográficas

AERNOUDT, R. **Business Angels: The Smartest Money for Starters? Plea for A Renewed Policy Focus on Business Angels.** International Journal of Business, v. 10, n. 3, p. 271–284, 2005.

AFFONSO, A. C. B. **A Sociedade em Conta de Participação no Direito Brasileiro.** Universidade de São Paulo, 2014.

ARRUDA, C. et al. **Causas da Mortalidade de Startups Brasileiras** Fundação Dom Cabral: Núcleo de Inovação e Empreendedorismo, 2014. Disponível em:

BENEMOND, F. H. **Acordo de Quotistas de Sociedades Limitadas.** Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, 2015.

BRASIL. Código Civil (2002). **Código Civil** - Lei 10406/02 | Lei nº 10.406, de 10 de Janeiro de 2002.

_____. **Legislação (1976).** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976.

_____. **Legislação (2006).** Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Lei Complementar nº 123 de 14 de Dezembro de 2006.

_____. **Legislação (2016).** Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional. Lei Complementar nº 155, de 27 de Outubro de 2016.

COELHO, F. U. **Curso de Direito Comercial**, v.1, 15ª ed., 2011, v.2, 15ª ed., 2011. São Paulo: Saraiva, 2011.

COSTA, P. B. **Os Mutuos dos Sócios e Acionistas na falência das Sociedades Limitadas e Anônimas.** Universidade de São Paulo, 2009.

CUMMING, D.; ZHANG, M. **Angel Investors around the World.** p. 1–68, 2016.

DUARTE, V. A **Regulamentação do Investidor-anjo** - Avanços e preocupações. Disponível em: < <http://www.administradores.com.br/artigos/empreendedorismo/a-regulamentacao-do-investidor-anjo-avancoes-e-preocupacoes/99834/>>. Acesso em: 21 de maio. 2017

GAINO, I. **Responsabilidade dos Sócios na Sociedade Limitada**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

GALIZZI, G. O. **Sociedade em Conta de Participação**. 1ª ed. Belo Horizonte: Mandamentos, 2008.

GOMPERS, P. A. **The Rise and Fall of Venture Capital**. Business and Economic History, v. 23, n. 2, p. 1–26, 1994.

GORGULHO, L. F. **Capital de Risco** : Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec. Economist, p. 1–41, 1996.

HÜBERT, I. H. **O Capital Social e suas Funções na Sociedade Empresária**. Pontífica Universidade Católica de São Paulo - PUC/SP, 2007.

LÔBO, P. **Direito Civil: Contratos**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

NYBO, E. **Convertible notes como opção de financiamento da startup**. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/artigos/convertible-notes-como-opcao-de-financiamento-da-startup/>>. Acesso em: 17 maio. 2017.

RAMOS, P. H.; FELIPE, L.; LUZ, B. **A Regulação do Investimento-anjo no Brasil**. 2016.

SALLES-FILHO, S.; ALBERGONI, L. **A Trajetória Recente do Venture Capital no Brasil**. Xxiv Simpósio De Gestão Da ..., p. 1–16, 2006.

SEBRAE. **Micro e pequenas empresas geram 27% do PIB do Brasil** | Sebrae. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/mt/noticias/micro-e>>

pequenas-empresas-geram-27-do-pib-do-brasil,ad0fc70646467410VgnVCM2000003c74010aRCRD>. Acesso em: 30 abr. 2017.

SEBRAE. **Investimento Anjo**. Cartilhas de Capital, 2015.

SEBRAE. **Entenda as diferenças entre microempresa, pequena empresa e MEI** | Sebrae. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-as-diferencas-entre-microempresa-pequena-empresa-e-mei,03f5438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>>. Acesso em: 21 jun. 2017.

SPINA, C. **O investimento-anjo no Brasil** | Endeavor Brasil. Disponível em:

<<https://endeavor.org.br/o-investimento-anjo-no-brasil/>>. Acesso em: 28 abr. 2017.

TOMAZETTE, M. **Curso de Direito Empresarial**. v.1, 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.