

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO
THAÍS VICTORETTI**

**A REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO: reflexos da Lei Complementar nº 155/2016**

**Juiz de Fora
2017**

THAÍS VICTORETTI

**A REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO: reflexos da Lei Complementar nº 155/2016**

Monografia apresentada à
Faculdade de Direito da
Universidade Federal de Juiz de
Fora, como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel. Na
área de concentração Direito sob
orientação do Prof. Dr. Sérgio
Marcos Carvalho de Ávila Negri.

**Juiz de Fora
2017**

FOLHA DE APROVAÇÃO

THAÍS VICTORETTI

A REGULAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO: reflexos da Lei Complementar nº 155/2016

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel. Na área de concentração Direito submetida à Banca Examinadora composta pelos membros:

Orientador: Prof. Dr. **Sérgio Marcos Carvalho de Ávila Negri**
UFJF

Rômulo Goretti Villa Verde
UFJF

Elora Raad Fernandes
UFJF

PARECER DA BANCA

() APROVADO

() REPROVADO

Juiz de Fora, de de 2017

AGRADECIMENTOS

Como sempre, agradeço à minha mãe por caminhar ao meu lado em mais esta etapa. Por ter se feito presente por toda a minha vida, me dando o máximo amor e cuidado. Por, tantas vezes, ter negado seus próprios sonhos para realizar os meus. Por ter sido mãe e pai e por ter delineado meu caráter com os melhores valores. Cérebro e Força para sempre. Te amo infinitamente.

À toda minha família, por terem me proporcionado crescer em um ambiente rodeado de amor e carinho. Em especial ao meu Ti Má, Ti Dé, Vô Helinho e Padinho, por terem sido os melhores pais que eu poderia ter. À minha Madinha, grande exemplo, Vó Cidinha e Tia Preta, por serem minhas mães do coração. Aos meus primos (Rafa, Lele, Dudu e Lili), pela oportunidade que me deram de sentir o que é ter irmãos.

Ao Lucas, por ser o grande amor da minha vida, me desafiar a ser sempre melhor e me proporcionar o máximo de sentimento e de aprendizado. Aproveito para agradecer à Rita, a melhor sogrinha do mundo.

Aos verdadeiros amigos, por me mostrarem que existe família por escolha nossa. Em especial, ao Augusto, à Duda e à Fabíola, os quais admiro pela inteligência aguçada, por terem tornado meus dias na faculdade mais leves e felizes, e à Kenya e à Talita, por todos esses anos de amizade, sendo sempre sinceras, confidentes e incentivadoras. Agradeço, ainda, ao Galil e ao Ariel pelas correções e apontamentos impecáveis neste trabalho.

À Faculdade de Direito da UFJF, por ter contribuído brilhantemente para minha formação e ter me proporcionado oportunidades que guardarei com infinito orgulho e carinho. Em especial, agradeço aos professores pelos quais nutri profunda admiração, dentre eles o Sérgio, meu orientador, principalmente por ter abraçado essa ideia.

Aos profissionais que se fizeram presentes ao longo desta caminhada, especialmente ao Pedro Ramos, idealizador do presente trabalho, por ter me dado a esperança de que existe, sim, um Direito jovem e inovador.

RESUMO

O presente trabalho versa sobre o tratamento dispensado pelo ordenamento jurídico brasileiro no que toca ao investimento-anjo no âmbito das *startups*. Relação jurídica estabelecida entre investidores com alto valor agregado e empreendedores com negócio em formato inovador, de suma importância para o fomento da economia nacional, o tema somente ganhou regulação na legislação pátria em outubro de 2016, com a promulgação da Lei Complementar nº 155/2016. A partir da Teoria Geral dos Contratos Empresariais, de Paula A. Forgini, procuraremos demonstrar, criticamente, que o ordenamento jurídico tomou fôlego para lidar com a inovação, a tecnologia e os novos modelos de negócio, mas ainda resta um acentuado aprendizado pela frente, eis que, *in casu*, limitou, principalmente, a autonomia privada das partes para ditar os contornos deste instrumento jurídico contratual. Ademais, na seara tributária, a Lei deu azo para que o investimento não se faça mais tão atrativo à vista de outras modalidades.

Palavras-chave: Investimento-anjo; Contrato de Participação; *Startups*; Inovação; Teoria Geral dos Contratos Empresariais.

ABSTRACT

This academic article investigates how business angel towards startup companies are regulated brazilian law. The legal relationship between well-fixed investors and innovative business entrepreneurs substantially concerns the promotion of our national economy. In October 2016, this topic was made into a law (Complementary Law n. 155/2016). With the assistance of Paula Forgini's general theory of business contract, we aim to critically demonstrate that our legal system has been refreshed in the issue of facing new kinds of business and technologies, although this is not enough since there still is too much to learn in advance, e.g. how this law has restricted contracting parties' freedom of choice in those types of contractual legal devices. Furthermore, in the Tax Law field, said law allows that investment becomes less attractive in view of other modalities.

Keywords: Business Angel; Participation Agreement; Startups; Innovation; General Theory of Business Contract.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	7
2 CONTEXTO METODOLÓGICO E HISTÓRICO-CONCEITUAL.....	10
2.1 Levantamento do conjunto de dados	10
2.2 Entendendo o que vem a ser o investimento-anjo	10
2.3 O surgimento das <i>startups</i> como propulsoras do investimento-anjo.....	12
2.4 A regulação do investimento-anjo no ordenamento jurídico brasileiro	14
3 ASPECTO CONTRATUAL	17
3.1 O contrato de investimento-anjo enquanto contrato tipicamente empresarial	17
3.1.1 Natureza jurídica da relação do investimento-anjo	17
3.1.2 Formação dos contratos empresariais	19
3.1.3 Vetores de funcionamento dos contratos empresariais.....	20
3.2 Modalidades de celebração do investimento-anjo.....	23
3.2.1 Aquisição de participação societária direta	23
3.2.2 Sociedade em conta de participação	24
3.2.3 Mútuo conversível	26
3.2.4 Contrato de participação.....	29
4 ASPECTO SOCIETÁRIO E TRIBUTÁRIO	33
4.1 Constituição das <i>startups</i> sob forma de sociedades.....	33
4.2 Não integração do aporte no capital social.....	35
4.3 Tributação do investimento-anjo	36
4.4 Continuidade de adoção de cláusulas tipicamente societárias.....	41
5 RESULTADOS DA PESQUISA DE CAMPO	44
6 CONCLUSÃO	48
REFERÊNCIAS	49

1 INTRODUÇÃO

As *startups* ascendem ao cenário mundial como fonte de oferta de produtos ou serviços de cunho inovadores. Notadamente recentes, as *startups* têm instigado notória curiosidade, sobretudo pelo o que vêm, de fato, a ser. Para Júdice; Nybo (2016, p.30), *startups* não são empresas, mas sim um estágio de desenvolvimento de uma empresa, sendo, pois, movida pelos impulsos de comercialização de uma ideia inovadora. Possuem, ainda, além da característica da inovação, a presença da escalabilidade, repetibilidade, flexibilidade e rapidez (ABSTARTUP, 2017).

Enquanto nova modalidade de negócio, tem-se que uma das principais, senão a principal, condicionantes ao crescimento da *startup* é a obtenção de investimentos, que pode advir do próprio governo, por meio de implementação de políticas e incentivos públicos, quanto de particulares, principalmente investidores, sendo o investimento dispensado por estes o objeto de estudo do presente trabalho.

O investimento-anjo é aquele realizado por pessoas físicas – normalmente profissionais experientes - com seu próprio capital, em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (as *startups*). Os números corroboram para ilustrar a importância dessa forma de investimento. Em 2016, foram investidos US\$21,3 bilhões nos Estados Unidos da América – berço das *startups* -, por 298 mil investidores; na Europa, foram €6,1 bilhões, com 304 mil investidores; e no Brasil, foram R\$851 milhões investidos em *startups* (STARTUPI, 2017).

Segundo a categoria, o principal fator de desestímulo do investimento-anjo no cenário nacional dava-se com relação à falta de segurança jurídica. Nesse contexto, surge a Lei Complementar nº 155/2016, que instituiu a figura do investidor-anjo perante o ordenamento jurídico brasileiro, pretendo, particularmente, acobertar tais investidores da segurança almejada.

Diante do contexto traçado, pretende-se investigar os reflexos dessa Lei face às características que amoldam o investimento-anjo em sua origem. Em outras palavras, a Lei Complementar nº 155/2016 deu conta de regular a atipicidade do investimento-anjo?

Assim sendo, espera-se demonstrar que, ainda que a Lei Complementar nº 155/2016 tenha trago contribuições louváveis a este tipo de investimento, acabou também por limitar a autonomia privada das partes, bem como houve por desestimulá-lo. Além disso, a proposta de unificação do instrumento de celebração do investimento, trazida pela Lei, parece não ter sido atingida.

Para a presente monografia, trabalhar-se-á com a perspectiva da Teoria Geral dos Contratos Empresariais, de Paula A. Forgioni. Isso porque, para que seja possível a análise da relação do investimento-anjo à luz das implicações trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016, faz-se, imprescindível, o conhecimento de sua natureza jurídica.

Dessa forma, pretende-se investigar se a instituição do contrato de participação vedou a possibilidade de realização desse investimento por outro instrumento jurídico; se o investidor não continuará sendo visto como sócio caso o investimento seja formalizado por outra figura contratual; se a vedação de participação do “anjo” na administração da empresa não feriu demasiadamente a autonomia privada das partes; e se a tributação sobre o ganho de capital não serviu como desestímulo ao investimento.

Ainda, por tratar-se de tema profundamente recente no ordenamento, à mingua de doutrina específica ou jurisprudência formada, trabalhar-se-á com a metodologia exploratória, no que toca ao contexto de investimento-anjo dentro de *startups* e da Lei Complementar nº 155/2016, bem como com a metodologia empírica, analisando-se as estruturas dos instrumentos jurídicos que desenham este investimento, antes e após a vigência da referida Lei.

Partiremos da análise de artigos de opinião produzidos por advogados, investidores e outros profissionais da área, de livros afetos ao Direito, ao empreendedorismo, às *startups* e à inovação, da análise de modelos de instrumentos jurídicos utilizados para celebração do investimento-anjo - notadamente o contato de mútuo conversível e o contrato de participação -, bem como da utilização dos dados resultantes da pesquisa de campo realizada para comprovar a hipótese ora formulada.

Para tanto, está inserto na presente introdução o tema e problema da pesquisa, hipótese e justificativa de seu estudo, além de seus objetivos e metodologias.

No segundo capítulo, pretende-se elucidar o percurso da metodologia que deu substrato à pesquisa, bem como traçar uma abordagem histórico-qualitativa do que vem a ser o chamado investimento-anjo e o fenômeno das *startups*, sobretudo das motivações que ampararam o projeto de lei que culminou na edição da Lei Complementar nº 155/2016.

No terceiro capítulo, serão abordados os aspectos contratuais que delineiam o contrato de investimento-anjo, tanto antes quanto após a edição da referida legislação. Inicia-se pela atribuição da natureza jurídica deste instrumento, transpassando pelos vetores de funcionamento do mesmo e finalizando com as modalidades de realização do investimento.

No quarto capítulo, serão traçados os aspectos societários e tributários, analisando a forma com que as *startups* se constituem em sociedades, a vedação de integração do

investimento ao capital social da empresa, a tributação avançada pela Receita Federal e, por fim, a continuidade de adoção de cláusulas tipicamente societárias.

Já no quinto capítulo, serão colacionados os dados resultantes da pesquisa de campo realizada com os investidores, os quais irão corroborar a hipótese ora formulada.

Em remate, o sexto capítulo fará a conclusão do presente trabalho, à luz de tudo o que exposto anteriormente, trazendo possíveis reflexões a serem ponderadas e desdobradas pelo ordenamento jurídico.

2 CONTEXTO METODOLÓGICO E HISTÓRICO-CONCEITUAL

2.1 Levantamento do conjunto de dados

Foi realizada entrevista com 10 (dez) investidores-anjo, ao longo das duas primeiras semanas de setembro de 2017, através de Formulário Google, do Gmail, submetido aos *e-mails* pessoais de cada investidor.

Quanto ao método de escolha, tratam-se de investidores reconhecidos em uma série de reportagens que contemplavam os investidores que vinham se destacando no mercado nacional, disponibilizadas no sítio eletrônico da Startupi¹, que é uma base de conhecimento sobre o mercado de inovação, negócios, empreendedorismo e tecnologia brasileira, com redação de João Kepler, um dos investidores-anjo mais reconhecidos no cenário brasileiro, sócio do Bossa Nova Investimentos.

Impende mencionar que a pesquisa formulada fora encaminhada a 34 (trinta e quatro) investidores-anjo, listados na série de reportagens em referência, sendo que somente 10 (dez), de fato, responderam aos quesitos formulados. Essa, inclusive, foi a grande dificuldade encontrada para o levantamento desse tipo de dado.

O objetivo da pesquisa foi o de corroborar a hipótese formulada no presente trabalho, demonstrando, sobretudo, que a Lei Complementar nº 155/2016, ainda que tenha trago a segurança jurídica esperada pela categoria, acabou também por limitar a autonomia privada das partes, bem como houve por desestimulá-lo.

Ao todo, foram formuladas 13 perguntas objetivas, que procuravam identificar tanto o perfil do investidor (há quanto tempo estava no ramo, de que região do país ele era, a faixa de investimentos por ele praticada, e, sobretudo, se estava a par da introdução legislativa) quanto perguntas que procuraram entender se os anseios da categoria foram atendidos pela legislação (quanto ao ganho em segurança jurídica, perda quanto ao direito de voto, faixa de investimento disposto a realizar após a entrada em vigor da legislação, visão do investidor acerca da Instrução Normativa da Receita Federal quanto à tributação dos investimentos e espaço aberto a críticas).

Ao final do presente trabalho, mais detidamente no quinto capítulo, serão colacionados os resultados da referida pesquisa, como forma de confirmar os pensamentos trazidos até então.

¹ Startupi. Os 10 investidores-anjo de janeiro. Disponível em: <https://startupi.com.br/2017/01/os-10-investidores-anjo-de-janeiro/>. Acesso em 20 set 2017.

2.2 Entendendo o que vem a ser o investimento-anjo

O investimento-anjo é uma prática de aporte de capital em empresas nascentes que teve sua origem delineada nos Estados Unidos, no início do século XX, em razão de investidores que financiavam as peças teatrais da Broadway (INTERNET INNOVATION, 2017), tomando para si tanto os riscos do empreendimento quanto seu retorno financeiro, além de apoiar diretamente na execução do projeto.

Segundo Spina (2012, p.27):

O conceito [de investimento-anjo] evoluiu para investimento efetuado por pessoas físicas, normalmente profissionais ou empresários bem-sucedidos, em empresas iniciantes, fornecendo não somente capital financeiro, mas também intelectual, apoiando o empreendedor com sua experiência e seu conhecimento.

Assim, o investidor anjo tem como perfil padrão ser um empresário ou executivo de carreira já consolidada, tendo acumulado recursos financeiros suficientes que permitam efetivar investimentos de risco mais elevado e de baixa liquidez e com alguma disponibilidade de tempo para se dedicar a apoiar o empreendedor em seu negócio nascente.

Pelo exposto, infere-se que o investimento-anjo é um tipo de financiamento externo que se diferencia de um investimento comum (ou tradicional) principalmente pelo vínculo de proximidade que o investidor-anjo mantém com o negócio em que está investindo. Isso porque tal investidor não apenas aporta recursos financeiros, mas auxilia, ademais, com sua experiência, *know how* e *networking*. A acepção “anjo” importa, pois, no suporte que o investidor dá ao negócio, não sendo um mero espectador que apenas injeta o suporte financeiro necessário ao crescimento da empresa.

No cenário brasileiro, é possível que tracemos alguns estereótipos dos investidores-anjo, servindo-nos, à vista disso, de uma pesquisa realizada pela Associação Brasileira de Startups² (ABStartups) com relação ao ano de 2015 (BORGES, 2016).

Segundo o que consta da investigação, esses investidores são representados, na maioria absoluta (91%), pelo sexo masculino, com idade média em torno dos 47 anos (42%), sendo empresários (42%) ou executivos (31%). Por ser um estilo de investimento novo no mercado, a grande maioria atua há menos de dois anos nesse ramo (64%) e investe em mais de um projeto (43%), com montante chegando a pouco mais de R\$ 200.000,00. Por fim, como não poderia deixar de ser, devido ao cunho inovador deste tipo de investimento, majoritariamente os investidores-anjo procuram negócios ligados ao ramo da tecnologia (52%).

Internamente, ainda no entendimento de Spina (2012), o fator de desencadeamento do investimento-anjo resultou, precipuamente, da evolução do mercado de ações e da adoção de

²A Associação Brasileira de Startups foi fundada para promover e representar as *startups* brasileiras.

certas práticas, como a de participação nos lucros e resultados e a das *stock options*, bem como do incentivo de empresas públicas (como a Finep³) e organizações não governamentais (como a Endeavor Brasil⁴).

A escala do investimento-anjo varia, normalmente, entre R\$ 50.000,00 até 1 milhão de reais, sendo que as faixas mais elevadas de investimento ficam a cargo de efetivação por grupo de investidores-anjo, na medida em que diluem, sobretudo, o risco do investimento (SPINA, 2012, p. 28). Já quando falamos em investimento por um “anjo” de maneira isolada, o valor do *ticket* médio gira em torno de R\$ 120.000 (LINDER, 2017), que perfaz o capital significativo para impulsionar o início da operação em uma *startup*.

Ilustrando a questão do aporte de investimentos, em recente pesquisa realizada pela Anjos do Brasil (2017), restou computado que, só no ano de 2016, essa categoria de novos investidores injetaram em torno de 851 milhões de reais no mercado (ANJOS DO BRASIL, 2017).

Nessa medida, vislumbra-se o investimento-anjo como um incentivo altamente promissor, servindo, ainda, como parâmetro ao desenvolvimento de negócios gradativamente mais inovadores, que aquecem o mercado econômico brasileiro, seja pelo alto retorno financeiro, ou pela geração de novos empregos.

2.3 O surgimento das *startups* como propulsoras do investimento-anjo

Prefacialmente, compete contextualizar que as *startups* criaram forma, em meados do ano de 1950, em virtude da crescente influência do Vale do Silício, região do norte da Califórnia (Estados Unidos) que aglomera grandes empresas de alta tecnologia (ENDEAVOR BRASIL, 2015), impulsionada, sobretudo, pelo investimento de ponta em meio ao cenário da Guerra Fria (BRITO, 2016).

Vislumbra-se, nesse contexto, remoto à década de 90, um momento caracterizado por uma acentuada alta no valor das ações das empresas de tecnologia da informação, que surgiam assentadas no fenômeno da *Internet* (BRASSCOM, 2017), com o propósito de utilização da tecnologia como quebra do paradigma delineado pela velha economia. É nesse contexto que empresas como Google, Netscape, Yahoo e Amazon ascendem ao mercado global.

³A Finep, ou Financiadora de Estudos e Projetos, é uma empresa pública de fomento à ciência, tecnologia e inovação ligada ao Ministério de Ciência e Tecnologia.

⁴Organização não governamental que tem como objetivo o desenvolvimento do empreendedorismo.

Em termos de cenário nacional, as *startups* somente se popularizaram a partir da bolha ponto-com (momento também conhecido por Bolha da *Internet*), entre os anos de 1996 e 2001 (ABSTARTUP, 2017). Esse fenômeno ficou marcado pela crise vivida no mercado da tecnologia, em meados dos anos de 2000 e 2001, depois que investidores constataram que os níveis de lucratividade projetados anos antes não se realizariam. O resultado disso foi que boa parte das empresas faliram, tendo outras perdido segmento importante de seu capital (DÓRIA, 2014).

Nesta toada, nos valendo dos ensinamentos de Júdice; Nybo (2016, p.30), tem-se que:

Startup não é uma categoria de empresa, mas sim um estágio do desenvolvimento de uma empresa. Trata-se do estágio inicial de desenvolvimento de uma empresa, fortemente caracterizado pela ausência de processos internos e organização, no qual esta é movida pelos impulsos de comercialização de uma ideia inovadora (BLANK E DORF, 2012, p.30), preferencialmente, disruptiva. Esta fase, inclusive, pode ser marcada pela falta de um modelo de negócios claro. Fala-se em disrupção frequentemente no meio das startups, pois geralmente estas empresas estão ligadas a inovações tecnológicas, capazes de romper com a forma pela qual determinado nicho de mercado se relacionava antes do surgimento do produto e/ou serviço oferecido por uma startup.

Sob esse prisma, infere-se, basicamente, que *startup* é o estágio inicial de empresas que exploram um modelo de negócio associado ao desenvolvimento de novas tecnologias, com o lançamento de produtos e/ou serviços disruptivos (ou inovadores) e escaláveis (JÚDICE; NYBO, 2016, p.332)⁵ no mercado.

No cenário nacional, em 2012, São Paulo já ocupava a posição no *ranking* global em número de *startups* (SANTOS, 2017), contando com mais de 10 mil, o que movimentou algo em torno de 2 bilhões de reais para a economia local (GLOBO.COM, 2014). Ademais, o governo não deixou de dar sua contribuição, manejando políticas públicas de incentivos fiscais às novas empresas, a despeito da criação do programa Start-up Brasil pelo Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (MCTIC) em parceria com aceleradoras (START-UP BRASIL, 2017).

Ainda segundo o que apurado pela ABStartups, só no ano de 2015 o mercado de *startups* apresentou um crescimento de 18,5% em apenas 6 meses, finalizando o ano com o cômputo de 4.151 novas startups (TOZETTO, 2016). E o panorama é ainda muito promissor, sendo que, para a Associação, a meta é de que esse número alcance R\$ 276 bilhões em 2035, o equivalente a 5% do PIB brasileiro (DCI, 2015).

⁵A escalabilidade está atrelada ao potencial de replicação e expansão do modelo de negócios pretendido pela *startup* para obtenção de receitas sem que isso implique na ampliação de custos.

Além disso, tem-se o crescente apoio das aceleradoras, que geralmente são entes privados com capacidade de investimento próprio, que agregam em seu entorno empreendedores, investidores, pesquisadores, empresários, mentores de negócio e fundos de investimento, oferecendo programas de aceleração compostos de uma série de serviços orientados ao desenvolvimento da *startup* (START-UP BRASIL, 2017). Ao final do programa, as aceleradoras podem adquirir pequena participação nas *startups* que mais se destacarem. Podemos citar, como exemplos, os programas desenvolvidos pela Start-up Brasil e pela Startup Farm, sendo esta última a mais experiente aceleradora da América Latina.

Assim, o investimento-anjo consolidou-se como condicionante para que empresas nascentes – ou melhor, *startups* - sejam impulsionadas ao mercado a partir do aporte realizado, que servirá, basicamente, para desenvolvimento da tecnologia até então prematura, contratação de profissionais que agreguem valor ao negócio, manutenção e regularização da empresa etc. Pretende-se, pois, demonstrar o quanto o Direito, com suas estruturas regulatórias – essencialmente a Lei Complementar nº 155/2016 -, tem a contribuir para tal mister.

2.4 A regulação do investimento-anjo no ordenamento jurídico brasileiro

O investimento-anjo, apesar de acentuada evolução nos últimos anos, somente recebeu tratamento no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei Complementar nº 155/2016, em vigor, quanto aos arts. 61-A a 61-D, da Lei Complementar nº 123/2006, desde 1º de janeiro de 2017. Tal legislação fora resultado do Projeto de Lei Complementar nº 125/2015, de autoria do Deputado Federal Barbosa Neto, que visava a alteração da Lei Complementar nº 123/2006, no sentido de reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes do Simples Nacional.

Como justificativa do incremento de matéria afeta ao investimento-anjo, citemos o que exarado no Parecer nº 557/2016⁶, de relatoria da Senadora Marta Suplicy, o qual aprovou o PLC nº 125/2015 com suas oito emendas:

Estão mantidos os mecanismos para estimular e proteger o "investidores-anjo", um indivíduo que dispõe de vastos recursos econômicos e os utiliza para financiar diretamente empreendimentos ainda em seu estágio inicial. Concordamos com o texto original da Câmara dos Deputados, uma contribuição importante do Deputado Federal Otávio Leite (PSDB-RJ), que normatiza um tipo de financiamento que vem ganhando progressiva relevância na economia contemporânea, em particular na indústria tecnológica e no setor da tecnologia da informação. Os investidores-anjo

⁶Senado Federal. *Parecer nº 557/2016*. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=3796415&disposition=inline>>. Acesso em 02 set 2017.

não serão considerados sócios, nem terão qualquer direito de gerência ou voto na administração da empresa. Em compensação, não responderão por qualquer dívida da empresa. O Ministério da Fazenda regulamentará a atividade.

Quanto ao ponto, compreende-se que a intenção precípua da Lei foi a intervenção do Estado, no campo legislativo, para estabelecer normas que irão reger a relação privada entre esse tipo de investidores e empreendedores, sob o aspecto de formalização e condução de seus negócios.

Bem assim, a Lei Complementar nº 155/2016 acrescentou os artigos 61-A a 61-D na Lei Complementar nº 123/2006, dando, enfim, formato ao investimento-anjo na legislação brasileira.

Sob o atual ponto de vista do Direito Empresarial, a questão que cinge a temática diz respeito ao modo como o Estado irá regular os novos modelos de negócios emergentes, *in casu*, as *startups*, e como fazer para que esse mesmo Estado alie uma análise contemporânea do Direito ao crescimento acelerado da inovação. A propósito, encontram-se em tramitação tantos outros projetos de lei afetos aos novos modelos de negócios.

Podemos citar o Projeto de Lei Complementar nº 446/2014, que tem o condão de propiciar incentivos aos investimentos realizados em participações empresariais por meio de capital empreendedor, bem como o Projeto de Lei Complementar 366/2017, apensado ao anterior, que pretende a isenção de tributos federais às microempresas e empresas de pequeno porte optantes pelo Simples Nacional, de caráter temporário, com a finalidade de fomento à inovação e investimentos produtivos, definidas nos termos do art. 61-A, da LC nº 155/2016, nos doze meses subsequentes ao início de suas atividades.

No que toca propriamente ao investidor-anjo, tem-se que o crescimento exponencial das empresas de tecnologia multiplicou o acesso ao mercado financeiro, permitindo que qualquer pessoa conheça as características deste e se torne um investidor (SPINA, 2012, p.16). Nesse contexto, face à todas as questões minuciosas que permeiam investimentos empreendedores e, posteriormente, a abertura de suas ações na bolsa de valores, é mister que o Estado seja capaz de compreender essas novas relações jurídicas e de regulá-las, no intuito primordial de dar efetiva proteção às partes envolvidas.

Ainda no entendimento de Spina (2012), o dinamismo das operações envolvendo *startups* obrigou que a norma buscasse uma adaptação, sob pena de tornar-se irrelevante. Assim, necessário se fez que os instrumentos jurídicos utilizados para reger essas relações passassem a incorporar a essência dessa modalidade de negócio, que envolve tanto inovação, quanto risco e potencialidade lucrativa.

Em síntese, vislumbra-se que a Lei Complementar nº 155/2016 sobreveio ao ordenamento jurídico como importante instrumento de fomento à cultura empreendedora do país, atendendo aos reclames de uma categoria significativa para a consolidação nacional no cenário tecnológico e inovador.

Entretanto, faz jus ressaltar que a Lei, embora dotada da finalidade de propiciar segurança jurídica aos investidores-anjo, ante ao cenário de lacuna legislativa, insurgiu-se, ainda, em forma de limitação à autonomia das partes e desestímulo aos investidores, como apontada na hipótese prevista da introdução deste trabalho.

Tal hipótese será robustecida a partir do exame dos aspectos contratuais, societários e tributários que permeiam a relação do investimento-anjo pela Lei Complementar nº 155/2016, tudo isso assente na Teoria Geral dos Contratos Empresariais, sob a ótica da ilustre doutrina de Paula Andrea Forgioni.

3 ASPECTO CONTRATUAL

3.1 O contrato de investimento-anjo enquanto contrato tipicamente empresarial

Neste tópico, passaremos a demonstrar o viés de formalização do investimento-anjo através de um instrumento particular, o qual, em virtude das características a ele inerentes, será destacado como um contrato tipicamente empresarial.

3.1.1 Natureza jurídica da relação do investimento-anjo

A doutrina civilista dispõe sobre a Teoria Geral dos Contratos a partir da estruturação desta em princípios e características muito inerentes à formação dos contratos, remota aos primórdios de constituição da própria sociedade. Nesse contexto, o contrato é instrumento jurídico que não se desvencilha do aspecto temporal a que está atrelado, sofrendo modificações, inclusive, no âmbito legislativo, de acordo com a demanda das relações jurídicas que são criadas entre os indivíduos.

Para Tartuce (2015, p.2), em uma visão clássica de contrato, tem-se que:

O contrato é um ato jurídico bilateral, dependente de pelo menos duas declarações de vontade, cujo objetivo é a criação, a alteração ou até mesmo a extinção de direitos e deveres de conteúdo patrimonial. Os contratos são, em suma, todos os tipos de convenções ou estipulações que possam ser criadas pelo acordo de vontade e por outros fatores acessórios.

Entretanto, é cediço que, no âmbito do Direito Civil, bem como no Direito Comparado, tem-se apontado para uma suposta crise dos contratos, ao entendimento de certos doutrinadores de que tal instrumento estaria próximo ao seu fim. E isso, sobretudo, em virtude da expansão do mercado, que impõe transações em massa, ferindo, nesse aspecto, a liberdade contratual, uma vez que o polo mais forte da relação subsume a norma a um *status* unilateral (TARTUCE, 2015). Assim, resta desenhado os contratos empresariais, que passaremos a analisar mais detidamente.

Segundo Forgioni (2015, p.19), a doutrina puramente civilista não é capaz de consolidar à exaustão as características próprias e mecanismos de funcionamento dos contratos empresariais, entendidos, grosso modo, como os que regem os negócios celebrados entre empresas. Dessa forma, para a autora, há que se delinear, particularmente, uma teoria geral específica dos contratos empresariais.

Nesse giro, entende a doutrinadora que quatro foram os fenômenos aptos a ensejarem a modificação de leitura do contrato no que tange ao aspecto de contrato empresarial, e a congregação de uma nova teoria geral dos contratos empresariais, quais sejam, a consolidação do direito do consumidor, a desverticalização das empresas e incremento da utilização dos contratos de colaboração interempresariais, o desenvolvimento do pensamento microeconômico e as privatizações.

Tartuce (2015), ainda que restrito à análise de uma Teoria Geral dos Contratos de modo geral, sedimentada na concepção do Código Civil, sabiamente denota em sua obra conceitos contemporâneos deste instrumento jurídico, de forma a congregar tanto os valores constitucionais que se expressam na relação contratual, como de demonstrar os efeitos de eficácia externa. Assim, transpõe-se a relação *inter partes* do contrato, alcançando este instrumento, enfim, sua função social.

Nesta sistemática de contemporaneidade, bem como na doutrina catalogada de Forgioni (2015), aos olhos da Teoria Geral dos Contratos Empresariais, encontra-se, *a priori*, o respaldo jurídico para a formação do contrato que rege o investimento-anjo. Devemos, pois, encarar esta modalidade como uma evolução contratual – verdade seja dita, muito esperada – no ordenamento jurídico brasileiro.

Sob essa nova conjuntura, para o que interessa à presente análise, passaremos, assim, a entender o contrato de maneira dinâmica, como um processo, tendo em consideração a sua evolução motivada pela vontade dos integrantes da relação jurídica (FORGIONI, 2015, p.23.).

Os contratos empresariais são tipicamente identificados como interempresariais, isto é, aqueles em que figuram duas ou mais empresas nos polos da relação obrigacional assumida. Outrossim, para Forgioni (2015), é manifesto, ainda, que a busca pelo lucro⁷ seja fator determinante na caracterização de um vínculo acertado por este instrumento jurídico específico.

Assim, no que condiz propriamente ao contrato celebrado entre investidor-anjo e *startup* (empresa em ascensão), ainda que, eventualmente, em um dos polos se ache um investidor de maneira isolada, à luz da característica de escopo de lucro desenhada por Forgioni (2015) poderá essa categoria de contrato empresarial ser a que mais se adegue à relação, na medida em que, precipuamente, o que visam ambas as partes é a busca incessante pelo lucro, do qual, inclusive, resulta o ganho do investidor.

⁷Para Forgioni (2015), o escopo de lucro presente em todos os seus polos é tido como marca e guia dos contratos empresariais.

Não é demais registrar que, convergindo também a relação para o ideal de contrato interempresarial, poderão os investidores-anjo, por força do art. 61-A, §2º da Lei Complementar nº 123/2006, introduzido pela Lei Complementar nº 155/2016, se fazerem representar tanto por pessoa física quanto por meio de pessoa jurídica.

Quanto ao ponto, sobreleva notar que os fundos de investimentos, que também receberam tratamento pela LC nº 155/2016, não se confundem com pessoas jurídicas. Em verdade, a natureza jurídica desses fundos remete aos grupos de *private equity*⁸ e/ou *venture capital*⁹, que atuam como administradores (ROMANO, 2017) (e aqui, sim, tem-se as pessoas jurídicas ou administradores independentes) dos recursos compartilhados pelos investidores, para que sejam lançados em empresas de capital aberto ou fechado (compreendidas também as empresas nascentes) como forma investimento conjunto. Tais fundos, inclusive, receberam regulamentação por meio da Instrução CVM 391/2003¹⁰, notadamente em seu art. 2º.

Dito isso, retomando a análise da Teoria Geral dos Contratos Empresariais, na perspectiva de Forgioni (2015), a partir da formação e vetores de funcionamento destes iremos corroborar o entendimento do contrato de participação, forma instituída pela Lei Complementar nº 155/2016 para formalização do investimento-anjo, enquanto um contrato tipicamente empresarial.

3.1.2 Formação dos contratos empresariais

Como sedimentado alhures, parece que o instrumento jurídico que delineia a relação do investimento-anjo se reveste com características de um contrato tipicamente empresarial. A hipótese poderá ser comprovada através das particularidades embutidas na formação dos contratos empresariais, pela Teoria Geral dos Contratos Empresariais, no entendimento de Forgioni (2015).

De pronto, tem-se a seleção do parceiro que irá compor a relação, a qual será pautada, indistintamente, pela confiança. Não é outra que não essa a base da relação de “anjo” e

⁸“Em linhas gerais, trata-se de uma modalidade de investimento que surgiu nos EUA por volta dos anos 80, em que uma gestora – empresa que administra investimentos – compra uma parte de determinada empresa, se tornando uma sócia do negócio, com o objetivo de alavancar seus resultados para aumentar o valor da companhia. Esse fundo lucra ao vender a parte que lhe pertence do negócio - depois de contribuir para sua valorização”. (ENDEAVOR BRASIL, 2015)

⁹“De acordo com o Instituto Inovação, o venture capital é uma modalidade de investimento na qual investidores aplicam recursos em empresas com expectativas de rápido crescimento e elevada rentabilidade. Este investimento acontece por meio da aquisição de ações ou direitos de participação. Esta forma de operação, diferente de um financiamento, implica, além da entrada de recursos financeiros, em um compartilhamento de gestão do investidor com o empreendedor”. (INSTITUTO IBMEC, 2014)

¹⁰Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM 391*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html>>. Acesso em 16 out 2017.

empreendedor, afinal, este está prestes a permitir que aquele financie seu negócio, podendo, até mesmo, vir a integrá-lo.

Em continuidade, em virtude da natureza complexa da maioria dos negócios que se revestem por contratos empresariais – e já enquadrando aqui o investimento-anjo -, para a autora faz-se necessária a seleção e contratação de advogados para arquitetar o instrumento jurídico, sobretudo pela possibilidade de prevenção de riscos. O profissional técnico aqui faz-se, ainda, de suma importância para estabelecimento de cláusulas contratuais estratégicas, mais ainda pelo negócio de risco que envolve essa modalidade de investimento.

Consentaneamente, chega-se à fase de negociação, na qual as partes expõem suas expectativas com o negócio, culminando, então, na produção dos documentos que ilustram as cláusulas negociadas. Este documento caracteriza-se, normalmente, pelo memorando de entendimentos¹¹. Como sedimentado, dentro da própria fase de investimento-anjo, empreendedor e investidor convencionam a maneira com que se dará o investimento a curto ou médio prazo, principalmente quanto à produção de efeitos, forma de retirada ou de entrada do “anjo” na sociedade.

Quanto ao quesito específico da retirada, tem-se que tal aproxima-se da etapa subsequente traçada pela autora de responsabilidade pela ruptura das negociações. Regra geral, as partes estipulam situações para retirada antecipada do investimento, que pode se dar a despeito de inadimplemento de obrigações pelo investidor que comprometam demasiadamente o investimento do “anjo” ou em caso de falsidade, incorreção ou insuficiência de qualquer declaração prestada pelos empreendedores.

Percorridas todas as etapas, dentre as quais a negociação se fazendo a mais considerável, os advogados são chamados a redigir o instrumento jurídico, sendo que, com a assinatura deste, ficam as partes a ele vinculadas.

Cabe fazer a ressalva de que, para a autora, o *nomen iuris* do contrato é tecnicamente irrelevante, mas que pode constituir importante elemento de interpretação do negócio. *In casu*, a legislação pátria deu conta de sedimentar o contrato de participação como instrumento apto à celebração do negócio e vinculação das partes.

¹¹“Os Memorandos de Entendimento (Memorandum of Understanding - “MOU”) são uma espécie de acordo pelo qual as partes envolvidas registram suas intenções para o futuro, e propósitos na realização de determinado negócio jurídico. Ele é frequentemente utilizado nos casos em que não há interesse em figurar como parte em um compromisso jurídico definitivo ou em situações em que os interessados não podem momentaneamente celebrar um contrato ou outro documento similar. Ainda, são acordos de ajuda e troca de informações firmados entre parceiros, cuja natureza varia desde a troca de documentos, até o intercâmbio de informações sigilosas, para fins de análise, ou de início de alguma relação de parceria ou societária. Enfim, é uma alternativa mais formal, evitando assim que seja feito apenas um 'acordo de cavalheiros’”. (MONTOLLI ADVOCACIA, 2017)

3.1.3 Vetores de funcionamento dos contratos empresariais

Bem como a similaridade das etapas de formação dos contratos empresariais para com o contrato de investimento-anjo, estes, igualmente, encontram substrato quanto aos vetores que ditam seu funcionamento, que permitem, ademais, sua acertada identificação como contrato tipicamente empresarial.

Segundo Forgioni (2015, p.109):

O estudo dos contratos empresariais desde a perspectiva do mercado – i.e., do contexto que lhes dá força e sentido - exige sua consideração como categoria unitária e autônoma, afastando-se a análise truncada, tipo a tipo, que costuma ter lugar. Essa reflexão global sobre os negócios mercantis somente se mostra possível mediante a prévia identificação dos traços peculiares que imprimem mecânica comum a todos eles, ou seja, de diretrizes içadas do funcionamento próprio ao sistema comercial. Em outras palavras, é preciso identificar e analisar as semelhanças que os contratos comerciais guardam entre si para que possamos compreender [i] as peculiaridades e o funcionamento dessa categoria autônoma de negócios jurídicos, bem como [ii] o impacto que causam na dinâmica do mercado, influenciando-a e sendo por ela influenciada.

Em sua obra, *Contratos Empresariais: Teoria Geral e Aplicação*, a autora lista uma série farta de diretrizes que norteiam o funcionamento dos contratos empresariais, sendo que, para o que interessa à presente análise, ponderaremos apenas algumas.

Como já ressaltado, o escopo de lucro é a principal característica do contrato de investimento-anjo - e também dos contratos empresariais -, o que, ademais, o permitiu ser enquadrado nessa categoria particular de contratos.

O *pacta sunt servanda*, força obrigatória dos contratos que viabiliza a existência do mercado (FORGIONI, 2015, p. 111), também se faz de suma importância na relação ora em estudo, uma vez que a *startup* conta essencialmente com esse investimento para desenvolvimento inicial das operações. Pode-se fazer alusão, nesse sentido, quanto à obrigatoriedade do prazo mínimo de 2 anos exigidos para retirada do aporte, inovação dada pela Lei Complementar nº 155/2016.

Assim, chega-se à diretriz mais crucial para entendimento da hipótese formulada no presente trabalho: a limitação à autonomia privada. “As contratações dão-se dentro dos limites postos pelo ordenamento estatal; o mercado é enformado pelas regras exógenas e não por suas próprias determinações” (FORGIONI, 2015, p. 112). Assim, tem-se que a liberdade de contratar está condicionada a fatores lícitos perante o ordenamento.

Explica a autora que a limitação à autonomia privada nos contratos empresariais deu-se por simples evolução do pensamento econômico, *ipsis litteris*:

A análise preconceituosa da evolução da teoria geral dos contratos acabou ofuscando a compreensão do princípio da liberdade de contratar e do *pacta sunt servanda* no âmbito do direito comercial. A doutrina clássica prega que o negócio seria sempre justo (...) Entretanto, por conta da intervenção do Estado na economia, a partir do momento do segundo pós-guerra, a doutrina depara-se com o fenômeno da publicização do direito privado (...) Os contratos da economia dirigida, com forte intervenção estatal, e os negócios de adesão oferecem extensão bem menos à liberdade de contratar. (...) Com exagero, chega-se a sentenciar “a morte do contrato”, porque se teria posto em xeque o antigo dogma da liberdade plena – e da expressão da vontade – como seu fundamento. (FORGIONI, 2015, p.114)

Assim, entende que os contratos instrumentalizam esse processo de troca da sociedade, no qual os agentes buscam a satisfação de suas necessidades, dando “às empresas a oportunidade de escolher com quem contratar, como contratar e o conteúdo da contratação” (FORGIONI, 2015, p.112).

A hipótese formulada nesta monografia vai ao encontro da limitação da autonomia privada no que toca à impossibilidade de o investidor-anjo continuar interferindo na administração da empresa pelo direito de voto, vedação dada pela Lei Complementar nº 155/2016, ao inserir o art. 61-A, §4ª, I à Lei Complementar nº 123/2006. Ou seja, ainda que se trate de limitação quanto ao conteúdo da contratação, e não da liberdade de contratar em si, é disposição que fere a autonomia das partes para acordarem a contribuição “ultra investimento” do “anjo” na sociedade.

Em consonância à essa limitação, podemos acrescentar a não observância pela legislação do vetor relacionado aos usos e costumes¹², que são parâmetros norteadores da relação prática trazida para o bojo do contrato. Assim, enxerga-se uma excessiva limitação à autonomia privada das partes pela vedação ora mencionada, na medida em que não se observou a prática já empenhada na relação do investimento.

Com relação à função econômica do contrato, também é diretriz que se verifica no contrato de investimento-anjo. Isso porque este se orienta por um objetivo principal, que é comum a ambas as partes, sendo este a consolidação das operações da *startup*, o qual permite que se atinja um grau elevado de lucratividade e valorização da empresa, que beneficiará a todos os envolvidos de modo geral.

Quanto ao vetor dos agentes econômicos ativos e probos, entende a doutrinadora que aos contratos empresariais não se aplica a vulnerabilidade de uma das partes, afeta ao Direito do Consumidor (FORGIONI, 2015, p. 121). Isso porque num contrato dessa espécie o que está envolvido preponderantemente é o risco do negócio, não sendo outra a qualidade inerente

¹² Segundo Forgioni (2015, p.136), “a prática mercantil impõe-se como direito, que deve ser observado pelos agentes econômicos”.

ao investimento-anjo. O investidor, principalmente, deve ter total consciência de que por mais que o negócio, à primeira vista, soe como oportunidade de alto lucro, pode vir a não ser.

Por conta da adoção do padrão de comportamento do homem ativo e probo, ou dos “comerciantes cordatos”, o ordenamento jurídico autoriza a pressuposição de que o agente econômico, de forma prudente e sensata, avaliou os riscos da operação e, lançando mão de sua liberdade econômica, vinculou-se. O sistema supõe que, naquele momento, o mercador entendeu que o contrato ser-lhe-ia vantajoso; essa expectativa pode até restar frustrada – e aí reside o risco do negócio. (FORGIONI, 2015, p. 121)

Atrelado ao ponto está a diretriz do contrato como instrumento de alocação de riscos, que se aproxima, e muito, da qualidade da relação de investimento-anjo:

O contrato é um instrumento de alocação, entre as partes, dos riscos da atividade econômica. O ordenamento jurídico distingue e atribui disciplina diversa ao risco normal dos contratos e ao risco extraordinário. (...) A cada transação correspondem ‘riscos típicos’, inerentes à natureza do negócio ou, como prefere a doutrina italiana, que se situam dentro de sua ‘moldura típica’. (...) Há o risco imponderável, extraordinário, que extrapola aquilo que pode ser razoavelmente previsto pelos agentes econômicos ativos e probos daquele mercado. O tratamento do risco imponderável pelo sistema jurídico sempre foi questão tormentosa. Hoje, entre nós, o Código Civil [art. 478 e seguintes] determina que, diante de evento imprevisível e imprevisível, gerador de excessiva onerosidade para uma parte, deve haver a liberação do vínculo, caso não se chegue a acordo a respeito da modificação dos termos contratuais. (FORGIONI, 2015, p.146-147).

Quanto à forma nos contratos empresariais, vislumbra-se que a Lei Complementar nº 155/2016 também parece ter surgido como forma de padronizar o modo pelo qual se rege a relação de investimento-anjo, ditando uma série de elementos formais que examinaremos adiante.

Por fim, no que toca às diretrizes da boa-fé e da confiança, também insertas na conjuntura do tipo de investimento em análise, verifica-se a presença de ambas de forma ainda mais a florada, uma vez que mutuamente ambas as partes estão focadas no lucro do negócio.

Assim, descrito o momento de formação dos contratos empresariais, bem como os vetores que ditam seu funcionamento, restaram claramente demonstradas as características e qualidades do contrato de formalização do investimento-anjo que o possibilitam ser classificado enquanto um contrato tipicamente empresarial, sendo esta a sua natureza jurídica.

3.2 Modalidades de celebração do investimento-anjo

A celebração do contrato de investimento-anjo encontra em seu objeto o aporte recebido pela *startup*. Assim, as modalidades de celebração deste investimento estão intimamente ligadas à forma com que esse aporte será realizado, as quais passaremos, então, a descrever.

3.2.1 Aquisição de participação societária direta

Como abordado anteriormente, entendendo o contrato de investimento-anjo como modalidade de contrato empresarial, convergimos para o entendimento de que este, em verdade, trata-se de contrato plurilateral, na medida em que se tem interesses convergentes ente os polos participantes da relação contratual, que não é outro senão o lucro.

Nesse contexto, ao se pretender uma participação societária de maneira direta, sinuosamente a relação jurídica estabelecida entre “anjo” e empreendedor (es) orientar-se-á por uma série de princípios que confluem para o direito societário, como responsabilidade perante terceiros (e aqui os reflexos na seara trabalhista são bem significativos), riscos tributários, pluralidade de sócios e participação de todos estes nas perdas e lucros, esta última por disposição do art. 1.008 do Código Civil.

Ademais, por força desse mandamento legal, é nula qualquer cláusula contratual que venha a estipular a exclusão do investidor-anjo de qualquer responsabilidade inerente ao negócio, porventura prejudicial.

Sob esse viés, o investidor-anjo ganha um maior controle de gestão e administração do negócio. Em contrapartida, passa a ser tratado como um sócio convencional, de forma que se expõe diretamente ao risco, o que não é vantajoso para essa modalidade de investimento, na medida em que, visto como sócio, o risco do investidor extrapola o valor aportado, por força da possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica.

Por todo exposto, faz-se deste um tipo de investimento em tese, em virtude de suas desvantagens o impedirem de ser constantemente celebrado, sobretudo no que toca ao alto risco do investimento, do ponto de vista jurídico.

Válido reforçar que, como nesta modalidade de investimento tem-se a configuração do investidor como sócio e o conseqüente aumento do capital social da empresa, esta não poderá continuar sendo praticada no ordenamento jurídico sob a égide da Lei Complementar nº 155/2016, uma vez que este diploma legal vedou expressamente que o investidor venha a ser considerado como sócio do negócio, bem como que o aporte integre o capital social da empresa.

3.2.2 Sociedade em conta de participação

Trazendo em sua alcunha o verbete sociedade de maneira genérica, uma vez que neste tipo inexistente o patrimônio próprio e a personalização que revestem uma sociedade, esta segunda modalidade de investimento é realizada por meio da constituição de uma sociedade em conta de participação entre a *startup*, dito sócio ostensivo, e o investidor-anjo, então sócio oculto.

O Código Civil, em seus art. 991 a 994, dispõe acerca da regulação da sociedade em conta de participação, sendo que coerente a estes mandamentos legais são os ensinamentos de Borba (2017, p.115-116):

Na sociedade em conta de participação, uma ou mais pessoas fornecem dinheiro ou bens a um empresário, a fim de que este os aplique em determinadas operações, no interesse comum. Aquele que aparece perante terceiros é chamado sócio ostensivo ou operador e os fornecedores de recursos são chamados sócios ocultos ou participantes. (...) Cabe ao operador aplicar esses recursos nos fins convencionados, o que fará em nome próprio, de tal forma que, perante terceiros, figurará como se fora o único interessado nas respectivas operações. As aplicações e os resultados irão sendo lançados na conta aberta e, a final ou periodicamente, o lucro apurado será distribuído entre os participantes, na forma convencionada. No caso de falência, alcançará esta apenas o operador (sócio ostensivo).

Pelo que elucidado, o “anjo”, configurado como sócio oculto, não constará dos documentos societários públicos, necessários à constituição de uma empresa, uma vez que para a sociedade em conta de participação restar configurada basta, tão-somente, a celebração de um contrato particular. Assim, vê-se resguardado de responsabilização quanto ao negócio da *startup*, uma vez que o ônus perante terceiros é apenas desta.

Outrossim, Borba (2017, p. 116) entende a conta de participação como inerente a um contrato de participação, contrato este que fora eleito pelo ordenamento jurídico para reger as relações de investimento-anjo, a partir da promulgação da LC nº 155/2016. Vejamos:

A conta de participação apresenta elementos da sociedade – conjugação de recursos para uma exploração comum – mas não reúne os pressupostos necessários à sua classificação como tal. Pode-se, então, afirmar que se trata de um contrato de participação.

Ainda no âmbito interno da conta de participação, ou seja, na relação sócio ostensivo com sócio oculto, tanto os lucros quanto os prejuízos são distribuídos entre esses, à exceção de que, diferentemente do que ocorre na aquisição de participação direta, os prejuízos são limitados aos valores dispendidos por cada participante (BORBA, 2017, p. 118).

Isto posto, tem-se que a constituição de sociedade em conta de participação pelo investidor para com a *startup* configura um investimento de risco médio, do ponto de vista jurídico, em virtude da proteção dada ao investidor-anjo nessa relação oculta.

No que toca aos fatores de desestímulo a esse tipo de modalidade, a possibilidade do sócio oculto estar aquém do controle da empresa pode enfraquecer a opção de investidores com perfil mais controlador.

Ademais, a doutrina majoritária aponta que o que impede derradeiramente este tipo de investimento de ser celebrado é a impossibilidade de a *startup* que constituir sociedade em conta de participação continuar como optante pela tributação através do regime do Simples Nacional, isso em virtude da disposição do art. 3º, §4º, VII e art. 30, II da Lei Complementar nº 123/2006.

Lado outro, como avençado no início deste tópico, a sociedade em conta de participação não é, de fato, uma sociedade, pois que carece do elemento fundamental que caracteriza uma sociedade: a personalidade jurídica.

À vista disso, prontamente há que se rebater o elemento que afasta a *startup*, normalmente constituída sob o prisma de sociedade limitada, de continuar optante pelo Simples Nacional após constituir uma sociedade em conta de participação. Isso porque, diferente do que traz o art. 3º, §4º, VII da LC nº 123/2006, a *startup* não está a constituir o capital social de outra pessoa jurídica, uma vez que a sociedade em conta de participação, como já reforçado, sequer é, de fato, uma sociedade, sendo, pois, um ente despersonalizado.

O que induz a erro é o fato de a Receita Federal, diversamente do que regulado pelo Código Civil, ter conferido a noção de pessoa jurídica às sociedades de conta em participação, com base nos arts. 148 e 149 do Decreto nº 3.000/1999, que regulamentou o Imposto de Renda.

Nessa conjuntura, e sob o aspecto delineado por Júdice; Nybo (2016, p.176), o conflito em voga pode ser resolvido com base nos seguintes critérios: a hierarquia, a cronologia e a especialidade¹³. Quanto à hierarquia, o Código Civil, enquanto lei ordinária, sobrepõe-se ao Decreto nº 3.000/1999 da Receita Federal. Já cronologicamente, a lei posterior, *in casu*, o Código Civil (2002), derroga a lei anterior (Decreto nº 3.000/1999 da Receita Federal). Por fim, quanto à especialidade, tem-se que a sociedade em conta de participação fora constituída com o fito de fomentar o empreendedorismo e o investimento, ao passo que, com a edição do Decreto, a Receita Federal visa, apenas, o controle arrecadatário de tributos.

¹³O autor utiliza-se do critério traçado por Boaventura (2007, p.12).

Certa dúvida que surge quando do estudo deste tipo societário é com relação à possibilidade desta forma de investimento continuar a ser realizada mesmo após a entrada em vigor da Lei Complementar nº 155/2016, que instituiu a realização do investimento com base no contrato de participação, modalidade que trataremos adiante. Isso porque, tratando-se de relação jurídica *inter partes*, de caráter estritamente particular, o investidor-anjo inexistente enquanto financiador de negócio alheio frente a terceiros, o que, inclusive, lhe confere proteção quanto à sua identidade.

Nesse sentido, parece que seja plenamente possível a continuidade de formalização do investimento-anjo pela constituição da conta de participação, uma vez que se torna demasiadamente dificultada a fiscalização deste instituto.

3.2.3 Mútuo conversível

Na legislação civilista brasileira, o mútuo é encarado como um contrato de empréstimo de bem fungível e consumível, devendo, por esse motivo, ser devolvida ao mutuante coisa de mesma espécie, qualidade e quantidade (TARTUCE, 2015, p.526).

Regulado pelo art. 586 do Código Civil, trata-se, em regra, de contrato unilateral, em que uma só parte se obriga, e gratuito. Tratando-se de mútuo oneroso, exceção prevista no art. 591 do mesmo diploma legal, comum no empréstimo de dinheiro, é devida a cobrança de juros incidentes sobre o valor concedido.

O mútuo conversível, a bem da verdade, é instrumento jurídico contratual importado do Direito Norte-Americano, mais precisamente das *Convertible Notes* (ND&M, 2016), que é o instrumento que permite que o investidor aporte o *seed capital*, o qual irá auxiliar na validação do produto ou serviço em uma *startup*. São, essencialmente, notas promissórias que representam o empréstimo de um investidor a uma *startup*, apresentando uma taxa de juros (*interest rate* – geralmente de 5%) e um prazo de maturação (*maturity date* – tipicamente de 1 ano e meio) (SAITO, 2015).

A principal vantagem desse instrumento no Direito Comparado é que o investidor posterga suas responsabilidades enquanto sócio da empresa, eis que a participação acionária poderá até acontecer, desde que ocorra um evento financeiro (normalmente está atrelada a um investimento, *Initial Public Offering (IPO)*¹⁴ ou aquisição). Assim, no caso de insucesso da *startup*, o risco para o investidor fica limitado ao valor do investimento realizado (SAITO, 2015).

¹⁴“IPO (do inglês *Initial Public Offering*) ou Oferta Pública Inicial é o nome dado ao processo no qual uma empresa vende suas ações ao público pela primeira vez”. (AZEVEDO, 2017)

Com a importação do fenômeno das *startups* para a economia brasileira, e à mingua de tratamento jurídico similar dado pelo ordenamento, costumeiramente optou-se pela realização do investimento através das *convertible notes* associadas às características do mútuo já regulado pelo Código Civil e das debêntures conversíveis em Sociedades Anônimas (ND&M, 2016). Tal instrumento fora, então, denominado de mútuo conversível, sendo, ainda, a modalidade de escolha da maior parte dos investimentos.

O mútuo conversível é um instrumento jurídico utilizado para a captação de recursos por *startups*, tratando-se de empréstimo de um valor econômico em troca de possível conversão da dívida em participação em quotas ou acionária. Também, no Brasil, tal participação está atrelada a eventos de liquidez, que impliquem em acentuado aumento do capital social da empresa, como um investimento de peso, abertura do capital na bolsa de valores ou aquisição da empresa. A conversão da participação societária do investidor também pode advir do decurso do prazo pré-fixado no instrumento contratual, bem como de inadimplência da sociedade para com este (ND&M, 2016).

Nesta medida, configura-se em um instrumento híbrido, dispondo tanto de características de crédito, como direito de subscrição futura.

Como instrumento de criação de dívida contra a *startup*, tem-se que o investidor, então credor da relação, estará assegurado de possíveis prejuízos, haja vista que, não adquirindo participação na sociedade, tem o direito de cobrar o valor investido acrescido de juros. Isso até representa um alto risco para o empreendedor, mas, em contrapartida, a grande vantagem é que este terá o dinheiro disponível imediatamente, além de que para a formalização do investimento não se exige notórias despesas por parte deste.

Ainda que instrumento que se amolda perfeitamente ao caso das *startups*, o grande receio dos investidores, e dos profissionais de Direito que auxiliam nessa questão, dá-se com relação a esta modalidade ser alheia ao ordenamento jurídico brasileiro, não tendo recebido tratamento típico, o que, sobremaneira, pode eivar as decisões judiciais de vícios tais que impliquem na responsabilidade solidária do investidor para com a sociedade, assumindo, assim, a faceta de sócio, sem ainda o ser.

Analisando um contrato de mútuo conversível típico¹⁵, podemos estabelecer as conclusões a seguir expostas.

As partes podem estipular as cláusulas mestras que irão instruir o modelo de investimento adotado, variando desde o termo ou condição suspensiva deste, até o acordo de

¹⁵ Análise de contrato de mútuo conversível. Disponível em: <http://newgrowing.com/2017/baptista-luz-startup/wp-content/uploads/2017/05/TEMPLATE_MutuoPreSeed_20170104.pdf>. Acesso em 15 out 2017.

sócios, *tag* e *drag along*, estas últimas modalidades em caso de conversão da participação do “anjo” na empresa. Essa liberdade contratual pode vir a ser demasiadamente lucrativa para ambas as partes, sobretudo para o investidor, que poderá escolher a opção que melhor irá aprovar o seu investimento. Entendendo o negócio como próspero e se identificando com o mesmo, a liberdade de decidir pela aquisição da participação poderá lhe render bons frutos.

De maneira também atrativa, tem-se que no contrato de mútuo conversível o investidor poderá usufruir de poderes de veto ou voto afirmativo para compromissos assumidos pelos empreendedores que excedam o valor do patrimônio líquido da sociedade, sendo, pois, importante ferramenta para minimizar passivos que comprometam o patrimônio da empresa. É, assim, uma forma de o investidor resguardar o seu próprio investimento. Nesse sentido, a vedação instituída pela Lei Complementar nº 155/2016 de voto na administração da empresa representa uma grande perda para a categoria.

Além disso, ainda que a referida Lei Complementar tenha fixado requisitos formais a serem preenchidos para formalização do investimento, como abordaremos adiante, ela não vedou qualquer outro instrumento jurídico que possa viabilizar esta relação. Nesta medida, é capaz de se inferir que o mútuo conversível, *a priori*, poderá continuar sendo celebrado, eis que não se configura como objeto ilícito perante o ordenamento.

Contudo, a continuidade da prática da celebração do mútuo conversível ante à figura contratual delineada pelo ordenamento jurídico brasileiro mantém a incerteza dos investidores para firmarem o negócio. Resta saber, assim, qual será o comportamento do ordenamento em face das decisões judiciais.

3.2.4 Contrato de participação

A Lei Complementar nº 155/2016 instituiu a figura do contrato de participação no ordenamento jurídico brasileiro para realização do investimento-anjo entre investidores e empreendedores, com vigência fixada a partir de 1º de janeiro de 2017.

Segundo a recente doutrina de Borba (2017, p. 117), “a finalidade desse contrato [de participação] é, com efeito, a obtenção de capital de risco para um dado empreendimento, proporcionando-se ao prestador uma participação nos lucros ou prejuízos consequentes”.

Do conceito acima, complementa-se, necessariamente, que no âmbito de investimentos-anjo, o empreendimento deverá estar afeto à inovação. Isso porque a Lei Complementar nº 155/2016 traçou alguns critérios que, obrigatoriamente, deverão ser observados quando da realização do investimento. Profissionais atuantes na área cogitam, até mesmo, a hipótese de

responsabilização direta dos sócios, com fundamento no art. 50 do Código Civil, à vista de desvirtuarem o fim do investimento recebido (RAMOS; PERRONI; BAPTISTA LUZ, 2017).

O primeiro deles, como já adiantado, diz respeito ao fato da celebração do contrato para atender, exclusivamente, ao fim de incentivo a atividades de inovação e investimentos produtivos. Com isso, tem-se uma importante restrição do objeto que delinea o contrato, afastando, pois, a possibilidade de que seu fim seja deturpado.

Há necessidade de que a *startup* se constitua em forma de sociedade, enquadrando-se como microempresa ou empresa de pequeno porte, com base na disposição da Lei Complementar nº 123/2006.

O investidor-anjo poderá ser pessoa física ou pessoa jurídica, bem como se filiar a fundos de investimento. Também não poderá ser considerado sócio ou receber direitos ligados à gerência ou voto na administração da empresa.

A vedação à consideração do “anjo” como sócio foi o entendimento mais acertado da Lei Complementar nº 155/2016, na medida em que a insegurança jurídica que rondava os investidores desestimulava, sobremaneira, que estes viessem a concretizar a parceria. Para ilustrar o que dito, colacionamos trecho da entrevista dada por Cássio A. Spina, presidente da Anjos do Brasil, na quinta edição do Congresso de Investimento Anjo, ocorrido em 28 de junho de 2017, na cidade de São Paulo, promovido por esta associação:

Cássio Spina apresentou também um estudo que mostra o cenário dos investimentos-anjo no Brasil no último ano. A boa notícia é que o valor dos investimentos ainda está em expansão. A má notícia, entretanto, é que a quantidade de investidores diminuiu do último ano para cá. Em 2016, R\$851 milhões foram investidos em startups, o que representou um crescimento de 9% em relação ao período anterior apurado pela Anjos do Brasil. Na última pesquisa, o aumento em relação ao anterior foi de 14%. ‘Basicamente, o número de investidores retraiu por questões de insegurança jurídica. Hoje já temos a Lei que pode nos dar um grande auxílio neste sentido, mas ano passado ela ainda não estava em vigor. Outro fator estrutural que a gente ainda sofre no Brasil é a taxa de juros. Agora, com a taxa de juros reduzida, esperamos que isto deixe de ser um fator desmotivador para os anjos’, explica Cássio. Os HNWI (*High-net-worth individual* – pessoas de poder aquisitivo elevado e que são o perfil da maior parte dos investidores ou potenciais investidores) estão em queda por dois anos consecutivos. No último estudo, o número caiu 7%, chegando a 161 mil. No ano seguinte, o número caiu mais 8%. “Apesar da quantidade de HNWI estar diminuindo, o potencial para investidores ainda é muito grande. Temos hoje quase 150 mil pessoas nesta categoria, enquanto apenas 7 mil realizaram investimento anjo no último ano”, diz o presidente da Anjos.

Lado outro, como sedimentado no subitem anterior, parece que a vedação ao voto na administração da empresa pelo investidor-anjo feriu a autonomia privada das partes envolvidas na relação.

A sociedade existe porque há trocas, isto é, porque os agentes econômicos podem buscar a satisfação de suas necessidades. (...) Os contratos instrumentalizam esse processo, **pois dão às empresas a oportunidade de escolher com quem contratar,**

como contratar e o conteúdo da contratação. A autonomia privada é viga mestra do sistema contratual, servindo ao seu funcionamento. Entretanto, ao mesmo tempo em que o mercado exige que haja transações sistema jurídico cobra a legalidade de seu objeto. **‘O funcionamento de um sistema econômico prende-se à sua disciplina jurídica, variando conforme o teor e a medida das limitações impostas à liberdade de ação dos particulares’.** O limite da liberdade de contratar é encontrado na ilicitude que as normas exógenas impõem a certos comportamentos. (FORGIONI, 2015, p.112-113, grifo nosso)

Nesse caso, o que demonstra a autora é: às partes compete a livre autonomia para decidirem acerca do contrato que estão a formalizar, sobretudo de seu conteúdo, desde que lícitos perante o ordenamento jurídico.

In casu, a Lei Complementar nº 155/2016 tornou ilícito o direito de voto pelo investidor-anjo no âmbito da administração da empresa. Contudo, curiosamente esta era uma característica essencial deste tipo de relação, na medida em que, como já exaustivamente demonstrado, o “anjo” contribuía com investimento de valor agregado, auxiliando o empreendedor na tomada de decisões, sobretudo as que pudessem comprometer o aporte efetivado. Para tanto, usava dos direitos de veto e voto afirmativo.

Outra preocupação natural do empreendedor com sua diluição, conforme for subindo na escada de investimentos, é a perda do controle do negócio, em especial quando sua participação cair abaixo de 50%. Entretanto, posso afirmar que, se o empreendedor escolheu os investidores certos, não tem com o que se preocupar; primeiro porque a questão do controle é muito relativa, tendo em vista que, desde o primeiro investimento, o empreendedor já terá que conceder poderes como direito de veto/voto afirmativo aos investidores; (...) (SPINA, 2012, p.44)

Assim, instiga-se a questão de se considerar algo como ilícito simplesmente por vedação legal. Para dar substrato à inquirição, ilustra-se que o adultério era considerado crime¹⁶, o que não mais se verifica. E isso, também, pela evolução do pensamento jurídico ante às mudanças sociais. Porém, quanto ao investimento-anjo, evolução não parece prosperar, uma vez que, quanto ao ponto, fora robustecido pelo trecho acima que a suprimida prática de voto pelo investidor era comum, inerente à própria textura do investimento-anjo.

Quanto ao prazo de duração do contrato, a Lei o fixou limitado a 7 anos, o que, na prática, não destoava muito do que já vinha sendo praticado¹⁷.

Dado interessante diz respeito à observância do prazo de 2 anos para retirada do aporte realizado. À luz do que dispõe Spina (2012, p.44), poder-se-ia inferir que o estabelecimento de tal prazo se deu em virtude do tempo de maturação da empresa após o recebimento do

¹⁶Antigo art. 240 do Código Penal. Revogado pela Lei nº 11.106 de 28.03.05.

¹⁷Para profissionais da área, trata-se, em verdade, prazo longo, na medida em que o mercado comumente trabalha com prazos cujos termos de vencimento comumente variam entre 2 a 3 anos. (RAMOS; PERRONI; BAPTISTA LUZ, 2017)

investimento, uma vez que o prazo médio para que a empresa atinja seu ponto de equilíbrio, dito *break-even*, varia de 18 a 36 meses.

Do mesmo modo é o entendimento de profissionais da área quanto às praxes que já vinham ocorrendo para celebração do investimento.

A vantagem é que o mútuo conversível geralmente permite que o investidor opte por exercer a conversão em uma janela de tempo, por exemplo, até 02 anos após a efetiva transferência dos valores para a conta da startup. Isso possibilita que a sociedade empresária evolua e corra riscos sem prejudicar diretamente àquele que apostou nela e colocou dinheiro para colher lucros no futuro. (ND&M, 2016)

Em contrapartida, por tudo o que exposto no tópico que abordou os vetores de funcionamento de um contrato empresarial, indaga-se se essa limitação poderia vir a ser prejudicial à autonomia das partes para estabelecerem cláusulas diversas para retirada do aporte. Até porque, se a empresa não se sustentar antes da previsão dos 2 anos, o investidor-anjo acaba por tomar o risco do negócio para si, o que o aproximaria da figura dos sócios, sendo que esta também é vedação expressa da referida Lei.

Aqui poderia ser caso de aplicação do vetor de oportunismo e vinculação dos contratos empresariais, no qual “a parte gostaria de vincular o parceiro comercial e, ao mesmo tempo, permanecer livre para abandonar aquela relação e abraçar outra que eventualmente se apresente como mais interessante” (FORGIONI, 2015, p. 151).

Por outra perspectiva, profissionais com amplo conhecimento na área abordam que as principais vantagens do contrato de participação sejam a possibilidade de retirada de remuneração dos aportes, de adesão a um evento de venda sem a necessidade de conversão, do direito de resgate pelo menor valor e da proteção patrimonial garantida por lei (BAPTISTA LUZ, 2017).

Pelo estabelecimento dos critérios formais acima expostos, ainda que o contrato de participação seja figura nova no ordenamento, não contemplados no rol dos contratos típicos, a Lei, ao dispor minuciosamente sobre tais elementos, parece integrá-lo como o sendo.

Contudo, ainda que a Lei Complementar nº 155/2016 tenha instituído o contrato de participação, delineando critérios formais que o aproximem de um contrato típico, este ainda continua atípico, assim como as outras formas de celebração do investimento-anjo que vinham sendo realizadas, sobretudo o mútuo conversível.

Assim, na medida em que a Lei não vedou expressamente que o investimento seja realizado por outros instrumentos, tem-se que, a princípio, estes permanecem legais. E isso com base no princípio da legalidade, eis que se reputa permitido o que não está vedado por lei.

Fato curioso diz respeito à possibilidade de se continuar prevendo a cláusula de participação societária futura pelo investidor no corpo do contrato de participação¹⁸. Diante disso, tomando-se por base a intenção principal da Lei Complementar nº 155/2016 de dar proteção ao investidor, indaga-se se a cláusula de participação futura dentro do escopo do contrato de participação implicará que o ordenamento jurídico continue a não o considerar como sócio do negócio, já que o investidor expõe sua intenção futura em ser. De toda forma, ao quesito apenas sobrevirá resposta pelo comportamento da jurisprudência em médio prazo ou com produção de conteúdo pela doutrina.

¹⁸Análise de modelo de contrato de participação. Disponível em: <http://newgrowing.com/2017/baptista-luz-startup/wp-content/uploads/2017/05/TEMPLATE_InvestimentoAnjo_20170522_FINAL.pdf>. Acesso em 16 out 2017.

4 ASPECTO SOCIETÁRIO E TRIBUTÁRIO

4.1 Constituição das *startups* sob forma de sociedades

O caput do art. 61-A da Lei Complementar nº 123/2006, instituído através da Lei Complementar nº 155/2016, requer, cristalinamente, que a *startup* constitua uma sociedade que venha a se enquadrar como microempresa ou empresa de pequeno porte.

Em um primeiro momento, pode soar estranho que o ordenamento jurídico obrigue empresas em estágio inicial (leia-se, *startups*) a se constituírem enquanto sociedades sob a ótica do Direito, com a aquisição de personalidade jurídica. Isso porque estamos falando de empreendedores que têm uma ideia em estágio prematuro e buscam ajuda de investidores/financiadores que possam alavancar seu negócio, ou seja, que a possam tirar do papel.

É cediço o longo trâmite burocrático e os elevados custos que perfazem a constituição de uma empresa no território brasileiro¹⁹, o que, nem sempre, é acessível a esses empreendedores, que carecem não só dos recursos que possibilitam a regularização da empresa frente à esfera jurídica e econômica, mas, também, da falta de conhecimento e orientação técnica neste estágio inicial. Nessa medida, só vale a pena se regularizar enquanto sociedade quando a estrutura burocrática que desta advém não superar os custos de transação do mercado.

Entretanto, a Lei Complementar nº 155/2016 trata especificamente da regularização para recebimento dos aportes financeiros, o que, em verdade, só é possível que seja realizado mediante constituição prévia de sociedade pela *startup*.

Usualmente, as *startups*, ao decidirem se constituir verdadeiramente sob forma de sociedade, frente ao ordenamento jurídico, com aquisição de personalidade jurídica, optam entre a constituição sob a forma de Sociedades Limitadas (Ltda.) ou Sociedades por Ações (S.A.) (ABSTARTUP, 2017).

Ainda que o objetivo-fim da *startup* seja o lançamento de suas ações na bolsa de valores, o que, para tanto, exige que se transfigure em uma Sociedade por Ações, inicialmente torna-se mais acessível e vantajoso a escolha pela Ltda.

Basicamente, os fatores que influem para que a S.A. seja preterida em razão da Ltda. diz respeito ao fato de que, nesta, tem-se a responsabilidade dos sócios limitada ao capital social,

¹⁹Tendo o sistema brasileiro tributário sido considerado o mais complexo do mundo pela pesquisa do Banco Mundial *Doing Business 2014*. (BANCO MUNDIAL, 2014)

a oportunidade de usufruir de regime tributário mais benéfico (o Simples Nacional) e relativa liberdade contratual para os sócios estipularem condições atinentes ao negócio. Indo na contramão, os mecanismos de gestão e emissão de quotas são mais restritos neste tipo societário, o que obstaculiza a captação de novos investimentos.

Já na S.A, ainda que os mecanismos de gestão sejam mais amplos, como possibilidade de emissão de diferentes tipos e classes de ações, não poderá uma S.A. aderir ao Simples Nacional, bem como deverá estar atenta à observância de publicação de seus atos, necessitando do auxílio de profissionais especializados, sobretudo contadores e advogados, o que aumenta, demasiadamente, os gastos para manutenção da empresa.

Nesse contexto, ainda que a Sociedade Ltda. seja o tipo societário mais recente no cenário brasileiro²⁰, acaba, também, sendo o mais difundido, em virtude, basicamente, de ser uma forma mais simples e ágil de composição. Segundo dados do Serasa Experian, das 200 mil novas empresas constituídas em janeiro de 2017, 12,7 mil representam sociedades limitadas, sendo que 159,5 mil representam os microempreendedores individuais e 12,9 mil são empresas individuais (VENTURA, 2017).

Ao mesmo tempo, esse tipo societário impõe a restrição de responsabilidade dos sócios limitada ao patrimônio efetivamente integralizado por cada um, conferindo maior proteção, por força do art. 1.052 do Código Civil.

Consentaneamente, conforme ilustrado, o grande receio de investidores e profissionais técnicos quanto à utilização do contrato de mútuo conversível para formalização do investimento se dava com relação ao fato de este instrumento ser novato no ordenamento. Não se tinha, de pronto, a retificação dos sócios que compunham a sociedade, mas sim uma promessa disso, que poderia vir a ser realizada sob o atendimento de algumas condições, com a conversão do investimento em participação societária.

Nesta medida, se o art. 1.052 do Código Civil por si só não fosse capaz de frear a tentativa de responsabilização do investidor-anjo perante terceiros, enquanto sócio, poderia o ordenamento, ainda, valer-se da disposição do art. 1.016 do mesmo diploma legal, que enseja a responsabilização com patrimônio pessoal dos sócios administradores ou controladores no caso em que estes praticassem atos revestidos de culpa. É esse, inclusive, o posicionamento amparado pela sólida jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, como na decisão do Agravo no Recurso Especial nº 900.845 - SP - 2006/0246187-2, de relatoria do Min. José Delgado.

²⁰Regulada através do Decreto nº 3.708/1919, sob a denominação de sociedade por cotas de responsabilidade limitada, decreto este que fora revogado em 2002, por força do Código Civil hoje vigente.

Corroborando o que exposto, a Lei Complementar nº 155/2016 teve o propósito de dar mais segurança jurídica ao investidor ao vedá-lo de ser considerado como sócio. Contudo, como abordado no tópico que analisou mais detidamente o contato de participação, ainda é possível que a previsão de participação futura conste deste instrumento.

Ou seja, a característica de expectativa de ganho exponencial do investidor não foi perdida. Segundo Spina (2012, p. 30):

Estatisticamente, diz-se que, de cada investimentos-anjo efetivados, cerca de cinco não performam, isto é, ou são perdas ou, no máximo, recuperam o capital investido; cerca de três têm um retorno médio de 2 a 3 vezes o capital investido; e uma ou duas têm um retorno excepcional, ou seja, de 10 a 50 vezes o investimento original. Assim, na média, espera-se que o retorno de uma certa de investimentos-anjo proporcione um ganho na ordem de 5 a 10 vezes o capital, em um prazo de cinco anos, o que representaria um retorno de 40% a 60% ao ano.

Isso porque, já que se trata de um investimento de alto risco, o que espera o investidor-anjo ao realizar o aporte é, na mesma medida, um alto índice de lucratividade.

4.2 Não integração do aporte no capital social

Em termos de investimento-anjo, sobretudo após a promulgação da Lei Complementar nº 155/2016, consumou-se de extrema importância a diferenciação entre o capital social e o patrimônio da sociedade.

De acordo com a robusta doutrina de Borba (2017, p.73, grifo nosso), podemos, assim, conceituar o capital social:

O capital social, o qual consta do contrato ou estatuto, é a cifra correspondente ao valor dos bens que os **sócios** transferiram ou se obrigaram a transferir à sociedade. Os sócios, ao subscreverem suas cotas, comprometeram-se a integralizá-las, transferindo à sociedade dinheiro ou bens que lhe correspondam.

Pelo que exposto, podemos inferir algumas características básicas do capital social, dentre elas, e a mais importante para o que interessa à presente análise, subsiste no fato de o capital apenas poder ser subscrito pelos sócios integrantes da sociedade, eis que tal subscrição se dará no momento de constituição da sociedade. Nesta toada, e em consonância com a vedação do investidor-anjo figurar como sócio da sociedade em construção, é que dispôs a Lei Complementar nº 155/2016, ao instituir o art. 61-A à LC nº 123/2006, que o aporte não integrará o capital social da empresa.

Em virtude disso, o aporte será tido, assim, como integrante do patrimônio da empresa, o qual não se confunde com o capital social. Nos dizeres de Borba (2017, p. 73, grifo nosso):

O patrimônio da sociedade é o conjunto de valores de que esta dispõe. Nesse patrimônio existem valores ativos – tudo o que a sociedade tem (dinheiro, créditos, imóveis, móveis etc.) – e valores passivos – tudo o que a sociedade deve (títulos a pagar, saldo devedor de empréstimos, folha salarial, impostos devidos). Fala-se assim em patrimônio líquido, que é a diferença entre o ativo e o passivo. Se o ativo for superior ao passivo, a sociedade terá um patrimônio líquido positivo; se inferior, terá um patrimônio líquido negativo.

Inclusive, é justamente do excesso do patrimônio líquido que irá advir o repasse almejado pelos investidores:

Assim, o capital social representa a contrapartida, de cunho financeiro, dos sócios para início e manutenção dos negócios. Já o patrimônio – *in casu*, o patrimônio líquido -, que no momento de constituição da empresa acaba por se confundir com o capital social, indica a acumulação de bens, valores e/ou direitos pela sociedade ao longo de sua operação.

Sobre o capital social, a LC ° 155/2016 vedou que seja integrado pelo aporte. Já quanto ao patrimônio da sociedade, a mesma legislação previu que fosse utilizado como contrapartida ao investimento dispensado pelo “anjo”.

Exposta, assim, para o que interessa à esfera deste trabalho, a diferença entre ambas ferramentas do Direito Empresarial.

4.3 Tributação do investimento-anjo

A Lei Complementar nº 155/2016, ao incrementar o art. 61-A, §10 à Lei Complementar nº 123/2006, deu substrato legal para que o Ministério da Fazenda²¹ viesse a regulamentar a questão da tributação sobre a retirada do capital investido.

Com base na referida Lei, a retirada do aporte, isto é, os rendimentos do investimento dispensado, poderia se dar de três maneiras distintas, a saber: a participação nos resultados da empresa, limitada a 50% do lucro apurado no período; o resgate do valor aportado devidamente corrigido, após decorrido, no mínimo, dois anos do investimento; e a transferência da titularidade do aporte, sujeita, *a priori*, ao consentimento dos sócios. À vista disso, estes foram, pois, os três parâmetros fixado pela Receita Federal para tributação do investimento-anjo.

Referido órgão, por meio de seu sítio eletrônico²², submeteu à apreciação popular a minuta de instrução normativa quanto à tributação das três formas de remuneração acima

²¹Enquanto órgão da Administração Pública Direta responsável pela arrecadação tributária, conforme disposto no Decreto nº 9.003/2017, que aprovou sua estrutura regimental.

²²Receita Federal. *Instrução normativa que dispõe sobre a tributação dos rendimentos decorrentes dos aportes de capital de que trata o art. 61-A da LC nº 123, de 14 de dezembro de 2006 – Investidor-anjo*. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/2016-encerradas/instrucao-normativa-que-dispoe-sobre-a-tributacao-dos-rendimentos-decorrentes-dos-aportes-de>>

listadas no sentido de aperfeiçoamento dos atos normativos que disciplinam o assunto em questão. A oitiva se deu por meio da Consulta Pública RFB nº 15/2016.

Ato contínuo, sobreveio, com publicação em 21 de julho de 2017, a Instrução Normativa nº 1.719, a qual dispôs, especificamente, sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar nº 123/2006, instituído, por conseguinte, pela Lei Complementar nº 155/2016.

Em análise primeira, no que se refere à forma de tributar o investimento-anjo, a Receita Federal optou por fazê-la a partir do Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza, dado pela aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica de renda ou de proventos de qualquer natureza, conforme preleciona o art. 43 do Código Tributário Nacional. Ademais, pelo princípio da universalidade, tal imposto incide indistintamente sobre os rendimentos do contribuinte, entendendo a Receita Federal que seria este o caso dos ganhos auferidos com o exercício do investimento-anjo.

Por força do art. 153, III da Constituição Federal, a instituição deste tributo se dá por competência exclusiva da União, sendo que, conforme a consagrada doutrina de Paulsen (2017), a “renda” e “proventos de qualquer natureza” encontram limite legal pré-fixado para sua tributação.

A extensão dos termos “renda” e “proventos de qualquer natureza” dá o contorno do que pode ser tributado e do que não pode ser tributado a tal título. Na instituição do imposto, o legislador ordinário não pode extrapolar a amplitude de tais conceitos, sob pena de inconstitucionalidade. **A renda é o acréscimo patrimonial produto do capital ou do trabalho. Proventos são os acréscimos patrimoniais decorrentes de uma atividade que já cessou. “Acréscimo patrimonial”, portanto, é o elemento comum e nuclear dos conceitos de renda e de proventos, ressaltado pelo próprio art. 43 do CTN na definição do fato gerador de tal imposto.** (...) Não se pode admitir, a título de tributação da renda ou de proventos de qualquer natureza, a tributação do próprio capital ou mesmo do faturamento, sob pena de extrapolação da base econômica, que pressupõe necessariamente o acréscimo patrimonial num determinado período de tempo. (PAULSEN, 2017, p.349, grifo nosso)

Assim, na referida Instrução Normativa, a Receita Federal fez constar, em síntese, que partindo do pressuposto do conceito de rendimentos, para os casos de remuneração pelos resultados distribuídos e para o direito de resgate devidamente corrigido (cuja base de cálculo corresponde à diferença positiva entre o valor do resgate e o valor do aporte de capital efetuado), deverá o imposto de renda ser retido diretamente na fonte, pela *startup* investida, sob a incidência das alíquotas regressivas de 22,5% a 15% (art. 5º da IN RFB nº 1.719/2017).

Ademais, o imposto retido na fonte será considerado definitivo para os casos em que se vislumbre investimento por pessoas físicas ou por pessoas jurídicas isentas ou optantes pelo Simples Nacional (art. 5º, §5º, I da IN RFB nº 1.719/2017). Já para os casos de investimento por pessoas jurídicas optantes pelo lucro real, presumido e arbitrado, o imposto retido na fonte será considerado antecipação (art. 5º, §5º, II da IN RFB nº 1.719/2017)., razão pela qual esses rendimentos irão compor a base de cálculo do IRPJ e da CSLL (PARO; STANTON, 2017).

Importante ressaltar que os fundos de investimento, em específico, não sofrerão retenção em virtude de regulamentação própria despendida a estes (art. 7º da IN nº 1.719/2017 da RFB).

No que diz respeito aos ganhos na alienação dos direitos do contrato de participação, o imposto de renda deverá ser apurado com base na diferença positiva entre o valor da alienação e o valor do aporte, sendo, então, recolhido pelo próprio investidor (art. 6º da IN nº 1.719/2017 da RFB). No entanto, em se tratando este de pessoa jurídica optante pelo lucro real, presumido ou arbitrado, os rendimentos auferidos deverão compor a base de cálculo do IRPJ e da CSLL (PARO; STANTON, 2017).

Pois bem. Disposto o contexto de edição da Instrução Normativa RFB nº 1.719/2017, é notório traçarmos um paralelo crítico ao que regulamentado, na medida em que referida norma vem sofrendo forte represália por parte da categoria dos investidores-anjo. Insta salientar que estes investidores foram ouvidos na Consulta Pública RFB nº 15/2016, até mesmo por parte de suas associações de representatividade, entendendo estes, contudo, que a nova norma da Receita Federal é retrocesso para investimento em *startup* (STARTUPI, 2017).

Em primeiro lugar, cabe frisar que, ainda que a Lei Complementar nº 155/2016 tenha deixado espaço para a regulamentação da tributação do investimento-anjo pela Receita Federal, o que esperava o setor, segundo Alexandre Souza (LINDER, 2017), analista do Sebrae SC, era uma norma no sentido de isenção fiscal ou, até, mesmo isenção tributária.

Isso porque a atividade ligada ao investimento-anjo, como cediço, é revestida de inovação, que em muito tem a contribuir para aquecer a economia nacional, principalmente no que condiz ao aumento de receita – o que influi diretamente no aumento no PIB do país -, bem como na oportunização de empregos pelos novos negócios, que aumenta a circulação financeira e retorna, sobremaneira, em forma de imposto para a nação. Sem contar na questão da visibilidade externa, que atrai investimentos diretos para o país.

Nesse contexto, sendo o Governo propulsor de incentivo aos novos investimentos, sobretudo no que toca ao investimento-anjo, forçoso salientar que o país, quanto à geração de

receita, ganharia demasiadamente mais do que simplesmente tributando tais investimentos. Corroborando o que foi dito até aqui, segundo estudo realizado pela Grant Thornton (STARTUPI, 2017), a cada R\$ 1,00 investido em *startups* gera-se, no mínimo, R\$ 2,50 em tributos.

Diante disso, o setor está em alerta quanto à possibilidade de que a Instrução Normativa RFB nº 1.719/2017 desestimule os investimentos. Isso porque, além de tratar-se de investimento dotado de um risco muito maior que outros investimentos convencionais, com a vigência da referida IN, quando comparados a estes, vê-se uma acentuada disparidade. Por exemplo, tanto os fundos de investimentos imobiliários quanto os investimentos em ações listadas na bolsa – para os casos de empresas com faturamento de até R\$ 400 milhões - são agraciados com a isenção tributária sobre o ganho de capital (STARTUPI, 2017).

Quanto ao ponto, já se tem claros resultados práticos de desaceleração de investidores no setor, antes mesmo da entrada em vigor da referida IN. Segundo recente pesquisa da Anjos do Brasil, no que toca ao investimento-anjo para *startups*, restou comprovado que ainda que o investimento, em números, tenha crescido 9% em 2016, quando comparado ao ano de 2015, o número de investidores diminuiu em 3% (ANJOS DO BRASIL, 2017).

Ademais, há ainda mais respaldo para se rebater a desproporção de tributação de rendimentos quando analisamos o Decreto nº 3.000/1999, que regulamentou a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza, tanto para pessoas físicas, quanto para pessoas jurídicas. Dispõe a referida legislação, em seu artigo 39 (BRASIL, 1999, grifo nosso):

Art. 39. **Não entrarão no cômputo do rendimento bruto:**

(...) *omissis*

XXVIII - os lucros e dividendos efetivamente pagos a sócios, acionistas ou titular de empresa individual, que não ultrapassem o valor que serviu de base de cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica tributada com base no lucro presumido, deduzido do imposto correspondente (Lei nº 8.981, de 1995, art. 46);

(...) *omissis*

Grosso modo, em uma participação societária direta, até mesmo os sócios têm direito à percepção de lucros e dividendos sem que sobre eles incidam o imposto de renda, conforme disposição do art. 10 da Lei nº 9.249/1995, que alterou a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas.

Tais lucros e dividendos remetem à mesma origem dos rendimentos repassados aos investidores-anjo, à diferença de que sobre estes houve por bem a Receita Federal tributar. Não bastasse isso, tratam-se de novos negócios, com oportunidade de ascenderem

exponencialmente no mercado brasileiro, conforme revelam os números trazidos nos tópicos iniciais do presente trabalho.

Ratificando tal entendimento, a própria Constituição Federal, em seu art. 146, III, *d*, disciplina que lei complementar deve definir “tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte”. Isso, ainda, em consonância ao que dispõe o art. 179 do mesmo diploma legal, quanto ao incentivo de microempresas e empresas de pequeno porte no que toca à “simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei”.

Quanto à tributação do ganho de capital em sociedades limitadas, tal fora decidida pela Câmara Superior de Recursos Fiscais, órgão administrativo máximo de decisão sobre temas tributários federais, em 2015, no sentido de que, nas sociedades limitadas, o ágio na subscrição de quotas não está isento de tributação, diferentemente do que ocorre nas sociedades anônimas. A partir disso, quando a *startup* receber um investimento que resulte em entrada de sócios, com o aumento do capital social, tem-se configurada a tributação do ganho de capital. Sob outra perspectiva, quando da celebração do mútuo conversível, se o “anjo” condicionasse sua entrada na sociedade ao evento de transformação em S.A., onde não há essa tributação, soaria demasiadamente mais apazível, uma vez que fugiria da hipótese de tributação (ND&M, 2016).

Por essa leitura, tem-se dois fatores: tributação excessiva em pequenos negócios e certa limitação do ordenamento ao estipular parâmetros muito específicos para formalização do investimento-anjo.

Pelo que ilustrado, forçoso registrar que, mais uma vez, temos um claro exemplo de que o país, no que toca ao seu poder de legislar, ainda apresenta dificuldades para lidar com a inovação, mais ainda quando se depara com novos instrumentos jurídicos, muitos deles importados do direito estrangeiro.

Por fim, subiste entendimento exarado pelo Secretário de Estado do Desenvolvimento Econômico Sustentável de Santa Catarina, Carlos Chiodini (LINDER, 2017), no sentido de que a IN RFB nº 1.719/2017 afronta diretamente a Constituição Federal, eis que este tipo de tributação para as micro e pequenas empresas só poderia ser realizado por meio de lei complementar, e não por instrução normativa.

Pelos ensinamentos da renomada doutrina de Paulsen (2017), entende-se que a crítica não merece prosperar. Isso porque consta no art. 9º, I do Código Tributário Nacional, bem como no art. 150, I da Constituição Federal, que a instituição ou majoração de tributos

somente se dá por força de lei (entendidas aqui ordinária e complementar), sendo, pois, uma limitação ao poder de tributar.

Nesse contexto, verifica-se que o imposto de renda já havia sido instituído por lei. O que fez a referida instrução normativa foi, apenas, regulamentar a tributação sobre o investimento-anjo a partir de um imposto já instituído no ordenamento. Isso, ainda, porque a Lei Complementar nº 155/2016 deu autorização expressa para que o Ministério da Fazenda regulamentasse, se desejasse, a tributação incidente sobre os investimentos-anjo. Assim, salvo se ocorrer extrapolação do que está na LC nº 155/2016, não se vislumbra ilegalidade da IN para este fim.

Aliás, consta do Decreto nº 9.003/2017 a delegação dada à Secretaria da Receita Federal quanto à administração dos tributos, sobretudo no que toca à edição de atos normativos e as instruções necessárias à sua execução (art. 25, III). Esse órgão, de assistência direta e imediata ao Ministro de Estado da Fazenda, foi justamente o responsável pela edição da referida instrução.

Assim, verifica-se que, conquanto a Instrução Normativa seja instrumento apto a ensejar a forma com que se dará a tributação desta nova modalidade de investimento, ela surge como instrumento de desestímulo aos investidores-anjo.

4.4 Continuidade de adoção de cláusulas tipicamente societárias

A Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre a Sociedade Anônima, preleciona, em seu art. 118, acerca do acordo que irá reger a relação entre os acionistas da sociedade. Consentâneo ao exposto, tem-se a disposição do art. 1.053 do Código Civil, que trata da regência subsidiária da Lei da S.A. na Sociedade Ltda., dispondo que o acordo de sócios, dito, então, acordo de cotistas, à míngua de disposição legal, reger-se-á pelo mesmo art. 118 da Lei nº 6.404/1976 (BORBA, 2017, p.128).

Traçado este panorama, e por expressa determinação legal, vê-se que o acordo de acionistas ou cotistas terá por base questões de compra e venda de ações/quotas, preferência para adquiri-las, bem como do exercício do direito de voto ou poder de controle.

Nesse sentido, observa-se que tal acordo invoca, precipuamente, cláusulas afetas aos integrantes de ambas as sociedades. Reforçando que as *startups* poderão constituir-se sob forma de quaisquer dessas sociedades e que, no que atine à relação com o investidor, usualmente poderia vir a se tornar sócio/acionista do negócio, certo é que poderia, então, usufruir das cláusulas societárias desse acordo.

O que se está pretendendo dizer é que cláusulas que lidem com compra e venda de ações/quotas, preferência para adquiri-las, bem como do exercício do direito de voto ou poder de controle estão interligadas à condição de sócio/acionista, sendo, pois, a eles afetas.

Inicialmente, salienta-se que a Lei Complementar nº 155/2016 vedou, expressamente, que os investidores-anjo gozassem do direito a gerência ou voto na administração da empresa, estando, assim, em conformidade com o distanciamento que pretende o ordenamento dar a esta categoria enquanto sócios do negócio.

Lado outro, e pensando-se nos direitos afetos à gerência da empresa – incluso também o direito de veto -, vê-se que não há qualquer menção expressa de que o investidor deva se afastar das negociações que envolvam compra ou venda de cotas/ações, podendo, inclusive, no caso de venda, ter preferência para adquiri-las.

Especificamente quanto à venda de quotas/ações, continua-se a vislumbrar a possibilidade de cláusula *tag along*²³, na qual o investidor tem direito a venda conjunta da sua titularidade do aporte de capital nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios/acionistas. Até porque, a própria Lei Complementar nº 155/2016, ao instituir o art. 61-A, §8º à Lei Complementar nº 123/2006, fez a previsão da transferência de titularidade do aporte a terceiros.

Diante da situação exposta, subsiste uma dúvida: se o investidor, durante o prazo do contrato de investimento, pretender a aquisição de cotas/ações da empresa, estaria, então, impedido? Deveria reivindicar pelo desfazimento do negócio, retirando o aporte realizado? Mas e se ainda estivesse no período dos 2 anos iniciais do aporte, que o impede a retirada, como agir?

A questão que suscita referida dúvida é de que o investidor poderá continuar a ter certos direitos inerentes a sócios/acionistas, mas, ao mesmo tempo, parece que pelo fato de se buscar o afastamento deste enquanto sócio/acionista, perderá outros direitos, também inerentes a esta qualidade, que se fazem tão ou mais importantes.

Nesta última hipótese inserem-se os direitos de voto e veto, que se faziam interessantes para o investidor contribuir com sua experiência e apurar, mais de perto, os caminhos que estão sendo dados ao investimento aportado. Isso evitaria a assunção de compromissos pelos empreendedores que exorbitassem o patrimônio líquido da sociedade, o que não é vantajoso para nenhuma das partes.

²³Análise de modelo de contrato de participação. Disponível em: <http://newgrowing.com/2017/baptista-luz-startup/wp-content/uploads/2017/05/TEMPLATE_InvestimentoAnjo_20170522_FINAL.pdf>. Acesso em 6 out 2017.

De igual modo, a formação de bloco de controle contribuía tanto para investidores quanto para empreendedores, na medida em que um acordo de tomada de decisões conjuntas auxiliaria a que ambos continuassem a ter os direitos de controle sobre a empresa à medida que o investimento fosse crescendo e recebendo aportes de outros contribuintes (SPINA, 2012, p. 44).

Em outra análise, quanto ao direito de fiscalização dos negócios, disposto nos arts. 1.020 e 1.021, ambos do Código Civil (2002), na medida em que não se enquadram como direitos de gerência, ficam, assim, preservados da vedação legal. Ao mesmo tempo, o direito à fiscalização, desta forma, é encarado como direito inerente a sócios, do qual os investidores poderão continuar a usufruir.

O que se pretende instigar com a presente análise é a causa de o ordenamento ter optado pela vedação de alguns direitos e sido silente em relação a outros, na medida em que ambos remetem à mesma natureza jurídica. E ainda. Se cláusulas societárias típicas continuarem a ser desenhadas para o investimento, ainda que no formato do contrato de participação, a jurisprudência ainda entenderá pela isenção de responsabilidade do “anjo” enquanto sócio?

Essas também são questões que só poderão ser respondidas a partir de produção de conteúdo pela doutrina ou pelas decisões jurisprudenciais firmadas em médio prazo.

5 RESULTADOS DA PESQUISA DE CAMPO

Conforme já abordado, a pesquisa em comento foi realizada a partir de consulta a 10 (dez) investidores-anjos reconhecidos por sua influência no cenário nacional, com o objetivo de confirmar a hipótese traçada no presente trabalho de supressão de algumas características ligadas ao tema, bem como seu desestímulo pela tributação do aporte realizado.

Pela análise dos dados, restou demonstrado que a maioria dos investidores consultados (50%) estão no ramo entre 1 e 3 anos, o que demonstra a contemporaneidade desta modalidade de investimento no país.

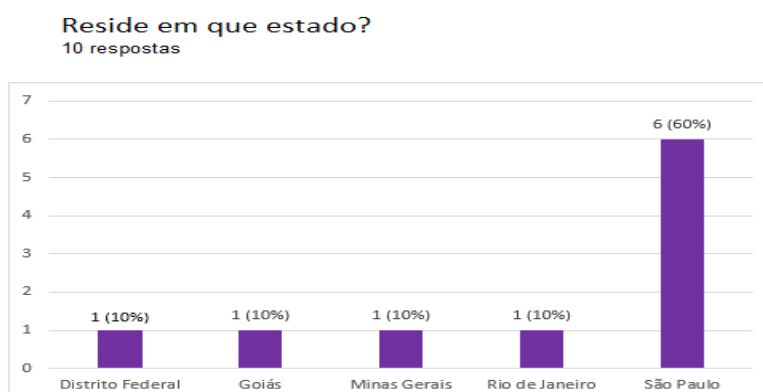
Gráfico 1: Resultado do tempo de investimento



Fonte: pesquisa de campo realizada

Quanto à origem desses investidores, tem-se que a maioria absoluta reside no estado de São Paulo, o que também já era esperado, por ser o berço do crescimento de *startups* no cenário brasileiro.

Gráfico 2: Resultado da região em que residem os investidores



Fonte: pesquisa de campo realizada

Importante ressaltar que quando questionados se estavam à par da inovação legislativa advinda da Lei Complementar nº 155/2016, todos os investidores responderam conhecer o comando legal, o que demonstra a pertinência e confiabilidade das respostas dadas por cada um. Além disso, também em número absoluto, concordaram com o fato de a Lei Complementar ter trago a segurança jurídica almejada por esta categoria.

Gráfico 3: Sobre o conhecimento da legislação

Está por dentro das principais mudanças trazidas pela Lei Complementar nº 155/2016?

10 respostas

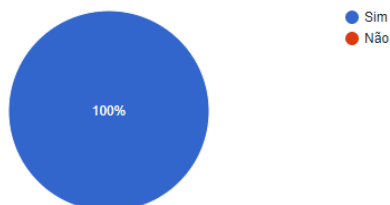
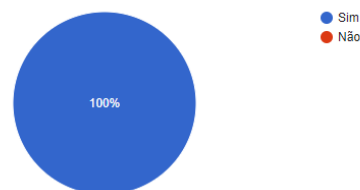


Gráfico 4: Sobre interpretação da segurança jurídica

Entende que a LC 155/2016, ao determinar que o investidor não mais poderá ser sócio da empresa, trouxe maior segurança jurídica para quem investe?

10 respostas



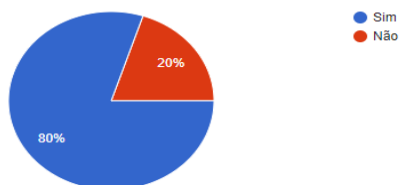
Fonte: pesquisa de campo realizada

Chega-se, pois, a um ponto de crucial importância deste trabalho, no qual tenta-se demonstrar que a Lei Complementar nº 155/2016, ao vedar a possibilidade do direito de voto do investidor, acabou por desconstituir uma das principais práticas da relação em estudo, ferindo, assim, de forma excessiva, a autonomia das partes para ditarem o contorno do instrumento jurídico. De acordo com o resultado da pesquisa quanto a este quesito, não foi outro o entendimento dos investidores consultados.

Gráfico 5: Resultado sobre limitação da autonomia das partes

Em contrapartida, a LC 155/2016 também determinou que o investidor não terá direito a gerência nem voto na administração da empresa. Entende que isso afeta a oportunidade do investidor de opinar acerca da melhor decisão sobre o investimento realizado?

10 respostas



Fonte: pesquisa de campo realizada

Ademais, vê-se também que a regulação da matéria pelo ordenamento jurídico parece afetar espontaneamente no capital investido pelos “anjos”, de maneira que se vislumbra pontual aumento na faixa de aportes entre R\$ 150 a R\$ 300 mil reais após a entrada em vigor da Lei Complementar nº 155/2016, isso conforme capital já investido ou intenção de investir. Válido registrar que a Instrução Normativa RFB nº 1.719/2017 somente entrou em vigor em 21 julho de 2017, ou seja, praticamente dois meses antes da pesquisa realizada, o que se subentende ter interferido de maneira branda na resposta a este quesito, em virtude do pouco tempo de vigência.

Gráfico 6: Sobre aporte antes da legislação

Qual faixa de recursos financeiros investia ou estava disposto a investir antes da entrada em vigor da LC 155/2016?

10 respostas

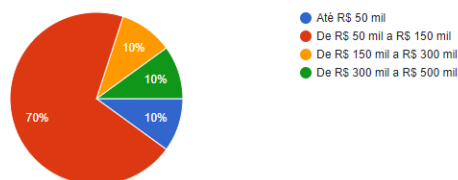
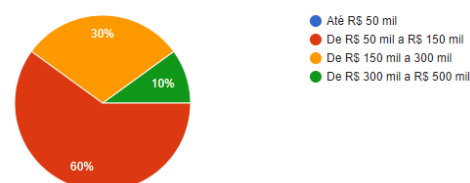


Gráfico 7: Sobre aporte após a legislação

E após a entrada em vigor da LC 155/2016, quanto está disposto a investir ou já investiu?

10 respostas



Fonte: pesquisa de campo realizada

Ademais, questionados sobre os fatores que implicaram diretamente na mudança de faixa de investimentos, por aqueles que, de fato, mudaram suas concepções quanto ao montante investido/a investir (ou seja, 4 investidores), atribuíram as seguintes causas: *(i)* mais visão de longo prazo para as decisões, *(ii)* mais segurança jurídica, apesar dos impostos incidentes; e *(iii)* proteção do patrimônio. Nesse contexto, comprova-se, mais uma vez, que a legislação, de fato, foi eficaz quanto à sua pretensão de dar maior segurança jurídica à relação de investimento.

Novamente, chega-se a uma questão de relevância extrema para a discussão, no que toca à tributação do investimento pela Receita Federal, através da IN nº 1.179/2017. Certo é que, conforme demonstrado à exaustão ao longo desta monografia, a regulamentação serviu de desestímulo para a classe de investidores, conforme corroboram os dados abaixo.

Gráfico 8: Sobre desestímulo da tributação

Entende que a Instrução Normativa nº 1.719 da Receita Federal (publicada em 21/07/2017), que dispôs sobre a tributação dos rendimentos decorrentes dos contratos de participação, desestimula os investimentos anjo?

10 respostas

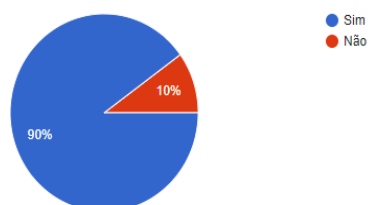
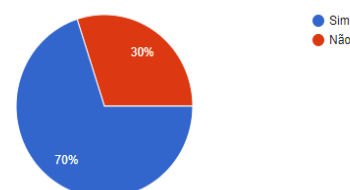


Gráfico 9: Sobre atratividade outros investimentos

Após a publicação da referida IN, entende que outras opções de investimentos são mais atrativas (como, por exemplo, fundos imobiliários e empresas listadas na bolsa)?

10 respostas



Fonte: pesquisa de campo realizada

Procurou-se, ainda, a opinião dos investidores quanto ao prazo mínimo estabelecido na Lei Complementar para retirada dos aportes. Essa pergunta, em específico, fora construída com a intenção de aferir se, de alguma forma, teria restado limitada a liberdade contratual para construção do investimento fora do parâmetro estipulado. Isso porque, ainda que comprovado pela prática, a necessidade da *startup* de um período de 18 a 36 meses para

atingir o seu *break-even* após o recebimento do investimento, o que suscitou referida dúvida foi o fato de o investidor tomar demasiadamente o risco para si – por exemplo, pelo fato de má gestão do empreendedor - ao longo desse período obrigatório de 2 anos.

Restou demonstrado, pelos dados da pesquisa em referência, que os investidores, em sua maioria, também entendem pela limitação da autonomia das partes quanto ao ponto, mas, em contrapartida, não o enxergam como inseguro aos mesmos.

Gráfico 10: Sobre limitação de negociação

Entende que a LC 155/2016 limitou a autonomia para negociar com a empresa, sobretudo quanto ao aspecto de aporte e retirada do investimento?

10 respostas

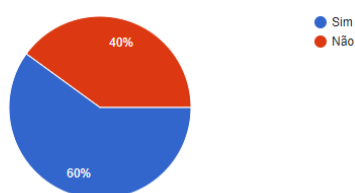
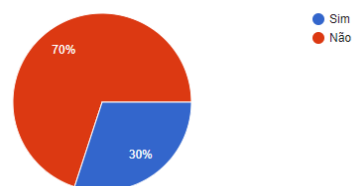


Gráfico 11: Sobre insegurança do prazo de retirada

Entende que o prazo mínimo de dois anos para resgate do aporte realizado, o qual foi estabelecido pela LC 155/2016, traz insegurança para o investidor anjo?

10 respostas



Fonte: pesquisa de campo realizada

Por fim, em espaço aberto para comentários quanto a possíveis benefícios ou malefícios tragos pela legislação e que não abordados na consulta, 5 (cinco) investidores demonstraram suas opiniões, de forma que, novamente, restou comprovado que a Lei Complementar nº 155/2016 e, sobretudo, o ordenamento jurídico como um todo não foram plenamente capazes de entender a relação jurídica do investimento-anjo em suas particularidades, como também não demonstraram possuir visão de longo prazo, principalmente no que tange à tributação totalmente equivocada do investimento. Trazemos, em remate, a colação da opinião dos investidores-anjo, apuradas na pesquisa:

“O estado brasileiro, quando quer ajudar, atrapalha”;

“O Investimento Anjo virou algo Insosso. Qualquer ação na bolsa de valores parece ser mais interessante. Só quem realmente abraça o ecossistema investirá. Isso por um lado é bom. Mas afastará investimentos de empresas mais ‘profissionais’”;

“ A LC 155/2016 trouxe mais flexibilidade para o investidor anjo, dando um passo importante para o ecossistema. Infelizmente a interpretação da RF foi completamente na contramão desse passo, tornando o Investimento anjo algo bastante proibitivo e desestimulando o desenvolvimento do país.

“Toda regulamentação tras seu onus e bonus. Neste caso a falta de tratamento adequado para a questão tributária deixou muito a desejar”;

“Um benefício foi a classificação do aporte como capital e não como dívida, deixando a empresa investida menos alavancada e atribuindo ao investidor a função de investidor pura e não de credor”.

6 CONCLUSÃO

Por tudo o que exposto ao longo do trabalho, resta evidente que mereceu a consideração do ordenamento jurídico o tratamento dispensado aos investidores-anjo. São, de fato, uma nova categoria de investidores que contribuem e ainda têm muito a contribuir para o fomento da economia local, com reflexos dos investimentos brasileiros no cenário internacional.

A segurança jurídica trazida pela Lei Complementar nº 155/2016 é inegavelmente aplaudível. Ainda que sobrevenham reflexões quanto ao fato de cláusula de participação futura poder continuar conturbando o entendimento jurídico.

Todavia, nem tudo são flores. Como visto, ao Direito ainda carece certo *feeling* para lidar com a explosão de novas informações, com a inovação, com a tecnologia, com os negócios inovadores.

Quanto ao ponto, faltou, sobretudo, visão a longo prazo ao lidar com a tributação do investimento-anjo. Bem assim, faltou, ainda, conformidade com o que já delineado pelo próprio ordenamento.

Falta mais interface com outras áreas do conhecimento, sobretudo para se entender a real aplicação prática que é dada por essas outras esferas a um mesmo assunto. E aqui enquadra-se a vedação à prática de interferência na administração da empresa pelo “anjo”, o que já era inerente à própria conjuntura desse investimento.

É, com perdão, frustrante aos estudantes e profissionais do Direito, sobretudo aos que se amoldaram mais recentemente, envoltos às constantes transformações pelas quais vemos nossa sociedade passar, assistir que o ordenamento jurídico ainda não seja capaz de se aperfeiçoar de maneira tal a acompanhar todas essas mudanças.

Ainda porque é demasiadamente instigante a tentativa de aliar o Direito à Inovação e à Tecnologia.

REFERÊNCIAS

- ABSTARTUP. **Tudo o que você precisa saber sobre startups**. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/07/05/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-startups/>>. Acesso em 16 out 2017.
- ABSTARTUP. **Qual o melhor tipo societário para startups?** Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/02/02/qual-o-melhor-tipo-societario-para-as-startups/>>. Acesso em 16 out 2017.
- ANJOS DO BRASIL. **Investimento Anjo para Startups cresce mesmo com a crise, mas está sob risco**. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/blog/investimento-anjo-para-startups-cresce-mesmo-com-a-crise-mas-esta-sob-risco>>. Acesso em 22 set 2017.
- AZEVEDO, Rita. **Entenda o que é IPO**. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/entenda-o-que-e-ipo/>>. Acesso em 27 out 2017.
- BANCO MUNDIAL. **Doing Business 2014**. Disponível em: <<http://portugues.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2014>>. Acesso em 08 set. 2017.
- BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Contrato de participação de investimento-anjo e mútuo conversível para seed rounds**. Disponível em: <<http://baptistaluz.com.br/espacostartup/download/modelo-de-contrato-de-participacao-em-investimento-anjo/>>. Acesso em 14 out 2017.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- BORGES, Fernanda. **Em meio à crise, valor dos investimentos nas startups está diminuindo**. Disponível em: <<https://www.em.com.br/app/noticia/especiais/bigideia/bigideia-noticia/2016/07/26/bigideia,787683/em-meio-a-crise-valor-dos-investimentos-nas-startups-brasileiras-esta.shtml>>. Acesso em 03 out 2017.
- BRASIL. **Código Civil**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 13 out 2017.
- _____. **Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm>. Acesso em 13 out 2017.
- _____. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp155.htm>. Acesso em 13 out 2017.

_____. **Constituição (1988)**. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em 13 out 2017.

BRASSCOM. **Start Up**. Disponível em:

<<http://www.brasilitplus.com/brasilit/upload/download/1416332923startups.pdf>>. Acesso em 15 out 2017.

BRITO, Cláudio. **Vale do Silício**. Disponível em:<<http://www.acelerastartups.com/br/vale-do-silicio/>>. Acesso em 15 out 2017.

DIÁRIO COMÉRCIO, INDÚSTRIA & SERVIÇOS (DCI). **Startups crescem 18% no País e firam R\$ 2 bilhões anualmente na economia**. Disponível

em:<[http://www.dci.com.br/economia/-startups-crescem-18--no-pais-e-giram-r\\$-2-bilhoes-anualmente-na-economia-id512492.html](http://www.dci.com.br/economia/-startups-crescem-18--no-pais-e-giram-r$-2-bilhoes-anualmente-na-economia-id512492.html)>. Acesso em 20 set 2017.

DÓRIA, Silvio. **A bolha ponto com**. Disponível em: <<http://terracoeeconomico.com.br/a-bolha-ponto-com>>. Acesso em 16 out 2017.

ENDEAVOR BRASIL. **Vale do Silício: como fazer parte, mesmo não estando lá**.

Disponível em:<<https://endeavor.org.br/vale-do-silicio/>>. Acesso em 15 out 2017.

ENDEAVOR BRASIL. **Private Equity: uma oportunidade para você crescer sua**

empresa. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/private-equity/>>. Acesso em 16 out 2017.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais: Teoria Geral e aplicação**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

GLOBO.COM. **Mercado de startups cresce no Brasil e movimentada quase R\$ 2bi**.

Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/pme/noticia/2014/01/mercado-de-startups-cresce-no-brasil-e-movimentada-quase-r-2-bi.html>>. Acesso em 20 set 2017.

INSTITUTO IBMEC. **O que é venture capital**. Disponível em:< <http://ibmec.org.br/geral/o-que-e-venture-capital/>>. Acesso em 27 out 2017.

INTERNET INNOVATION. **Investidor-anjo: saiba como ele pode ajudar em sua startup**.

Disponível em: <<https://www.internetinnovation.com.br/blog/investidor-anjo-saiba-como-ele-pode-ajudar-em-sua-startup/>>. Acesso em 20 set 2017.

PARO, Giácomo; STANTON, Gabriel. **Tributação do investidor-anjo: reflexões e críticas**.

Disponível em: < <https://jota.info/artigos/tributacao-do-investidor-anjo-reflexoes-e-critica-24082017>>. Acesso em 28 out 2017.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1. ed. Curitiba: Juruá, 2016.

ROMANO, Rogério T. **Fundos de investimento**. Disponível em:

<<https://jus.com.br/artigos/55284/fundos-de-investimento>>. Acesso em 15 out 2017.

LINDER, Larissa. **Imposto de renda para investimento-anjo, de até 22,5%, frustra setor**.

Disponível em:<<http://dc.clicrbs.com.br/sc/noticias/noticia/2017/08/imposto-de-renda-para-investimento-anjo-de-ate-22-5-frustra-setor-9858364.html>>. Acesso em 09 out 2017.

MONTOLLI ADVOCACIA. **O que é um memorando de entendimentos?** Disponível em:

<http://www.montolliadvocacia.com.br/montolli_news_post/memorando-de-entendimentos/>.

Acesso em 16 out 2017.

NUNES, DUARTE E MAGANHA ADVOGADOS ASSOCIADOS (ND&M). **O que é investimento por mútuo conversível para startups**. Disponível em:

<<http://ndmadogados.com.br/entendendo-investimento-mutuo-conversivel-startup-empresarial/>>. Acesso em 15 out 2017.

PAULSEN, Leandro. **Curso de Direito Tributário**. 8. ed. rev. at. São Paulo: Saraiva Jur, 2017.

RAMOS, Pedro H; PERRONI, Diogo; BAPTISTA LUZ, Luis Felipe. **A regulação do investimento-anjo no Brasil**. Disponível em:<<http://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2017/06/regulacao-do-investimento-anjo.pdf>>. Acesso em 14 out 2017.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa que dispõe sobre a tributação dos rendimentos decorrentes dos aportes de capital de que trata o art. 61-A da LC nº 123, de 14 de dezembro de 2006 – Investidor-anjo**. Disponível

em:<<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/2016-encerradas/instrucao-normativa-que-dispoe-sobre-a-tributacao-dos-rendimentos-decorrentes-dos-aportes-de-capital-de-que-trata-o-art-61-a-da-lc-no-123-de-14-de-dezembro-de-2006-2013-investidor-anjo>>. Acesso em 09 out 2017.

SANTOS, Priscilla. **Startup Brasil**. Disponível em:

<<http://revistagalileu.globo.com/Revista/Common/0,,EMI331599-17773,00-STARTUP+BRASIL.html>>. Acesso em 15 out 2017.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o Novo CPC**. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

SAITO, Marcio. **Convertible notes: o que são e como funcionam**. Disponível

em:<<https://diretodovale.com/2015/07/21/convertible-notes-o-que-sao-e-como-funcionam-no-vale/>>. Acesso em 15 out 2017.

SPINA, Cassio A. **Investidor Anjo: guia prático para empreendedores e investidores**. 1. ed. São Paulo: nVersos, 2012.

STARTUPI. Congresso de Investimento-Anjo traz números sobre o cenário da atividade e debate as necessidades do setor. Disponível

em: <<https://startupi.com.br/2017/06/congresso-de-investimento-anjo-traz-numeros-sobre-o-cenario-da-atividade-e-debate-necessidades-do-setor/>>. Acesso em 16 out 2017.

STARTUPI. Nova norma da Receita Federal é retrocesso para investimento em startups.

Disponível em: <<https://startupi.com.br/2017/07/nova-norma-da-receita-federal-e-retrocesso-para-investimento-em-startups/>>. Acesso em 15 out 2017.

START-UP BRASIL. Disponível em: <http://www.startupbrasil.org.br/sobre_programa/>.

Acesso em 15 out 2017.

TARTUCE, Flávio. Direito Civil 3: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie. 10. ed. São Paulo: Método, 2015.

TEIXEIRA, Tarcísio Teixeira; LOPES, Alan Moreira. Startup e Inovação: Direito no empreendedorismo. São Paulo: Manole, 2017.

TOZETTO, Claudia. Número de startups brasileiras cresce 18,5% em seis meses.

Disponível em: <<http://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,numero-de-startups-brasileiras-cresce-185-em-seis-meses,10000028610>>. Acesso em 20 set 2017.

VENTURA, Pedro. Brasil cria quase 200 mil empresas em janeiro de 2017. Disponível

em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2017/05/brasil-cria-quase-200-mil-empresas-em-janeiro-de-2017>>. Acesso em 03 out 2017.