

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO

BRUNA LARA ZANDONÁ

**ESTUDO DOS ARTIGOS 61-A AO 61-D DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016 – A
REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA**

PORTO ALEGRE
2018

BRUNA LARA ZANDONÁ

**ESTUDO DOS ARTIGOS 61-A AO 61-D DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016 – A
REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação
apresentado à Faculdade de Direito da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a
obtenção do título de Bacharel em Ciências Jurídicas
e Sociais.

Orientador Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

Porto Alegre
2018

Bruna Lara Zandoná

**ESTUDO DOS ARTIGOS 61-A AO 61-D DA LEI COMPLEMENTAR 155/2016 – A
REGULAMENTAÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Dr. Gerson Luiz Carlos Branco (Orientador) - UFRGS

Prof. Dr. Fabiano Menke - UFRGS

Prof. Dr. Luis Renato Ferreira da Silva - UFRGS

À minha família, que sempre me incentivou e acompanhou minha trajetória, torcendo pelo meu sucesso.

Às minhas colegas de escritório, por todo o conhecimento que me proporcionaram.

RESUMO

No final do ano de 2016, foi promulgada a Lei Complementar 155, de 27 de outubro de 2016 que, nos seus artigos 61-A ao 61-D, regulamentou a figura do investidor anjo na legislação brasileira, terminologia utilizada para definir a parcela de investidores que aportam capital em *startups*, estas popularmente conhecidas como empresas em estágio inicial. Estes artigos, segundo motivos ali expostos, têm como objetivo regulamentar a forma como esses investimentos serão recebidos pelas *startups*, bem como a relação jurídica existente entre o investidor anjo, a *startup*, e até mesmo terceiros, buscando trazer segurança jurídica às partes e, por consequência, incentivar as atividades de inovação e investimentos produtivos. O presente trabalho tem como finalidade analisar os pontos relevantes trazidos pela lei, comparando-os com as práticas de mercado e as figuras já existentes e conhecidas em nosso direito para, ao final, determinar se o objetivo da lei foi cumprido.

Palavras chaves: Investidor Anjo. Investimentos. Lei Complementar 155/2016. *Startup*.

ABSTRACT

At the end of 2016, Law No. 155, dated October 27th, 2016, was enacted, which, in its articles 61-A to 61-D, regulated the figure of angel investors in Brazilian law, terminology used to define the portion of investors that provides capital to startups, that are popularly known as early stage companies. The purpose of these articles is to regulate the way in which these investments will be received by the startups, as well as the legal relationship between the angel investor, startup and even third parties, in order to bring legal certainty to the parties and, in consequence of this, innovation and productive investment. The purpose of this study is to analyze the relevant points brought by law, comparing them with market practices and the existing and known figures in Brazilian law, in order to determine if the objective of the law was fulfilled.

Key Words: Angel Investors. Law No. 155/2016. Investments. Startups.

LISTA DE ABREVIACOES

Código Civil – Lei 10.406 de 10 de Janeiro de 2002

Código Civil de 1916 – Lei 3.071 de 1º de Janeiro de 1916

EIRELI – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada

LC 155/2016 – Lei Complementar 155 de 27 de Outubro de 2016

Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976.

Lei do Simples Nacional – Lei Complementar 123 de 14 de Dezembro de 2006.

MEI – Microempresário Individual

SCP – Sociedade em Conta de Participao

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. EMPRESAS <i>STARTUPS</i> E SUA RELAÇÃO COM OS INVESTIDORES ANJOS.	13
2.1. O QUE É UMA <i>STARTUP</i> ?	13
2.2. O QUE É O INVESTIDOR ANJO?	16
2.3. A IMPORTÂNCIA DO INVESTIDOR ANJO PARA A <i>STARTUP</i>	22
3. FORMA DE PARTICIPAÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NA <i>STARTUP</i> - O CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO NOS TERMOS DA LC 155/2016	25
3.1. DA NATUREZA CONTRATUAL	26
3.2. DAS PARTES CONTRATANTES	32
3.3. AS LIMITAÇÕES IMPOSTAS PELO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO	35
3.4. DO CAPITAL APORTADO PELO INVESTIDOR ANJO POR MEIO DO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO	37
4. A RESPONSABILIDADE DO INVESTIDOR ANJO.	41
4.1. A TEORIA DA LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DOS SÓCIOS	41
4.2. DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NOS TERMOS DO ARTIGO 50 DO CÓDIGO CIVIL	43
4.3. DA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NOS TERMOS DA LC 155/2016	45
5. O DIREITO DE RESGATE DO INVESTIDOR ANJO	49
5.1. DA APURAÇÃO DOS HAVERES NOS TERMOS DO ARTIGO 1.031 DO CÓDIGO CIVIL	49
5.2. DO DIREITO DE RESGATE DO INVESTIDOR ANJO CONFORME A LC 155/2016 52	
6. O DIREITO DE PREFERÊNCIA E DE VENDA CONJUNTA DO INVESTIDOR ANJO NO CASO DE VENDA DA <i>STARTUP</i>	55
6.1. O QUE É O DIREITO DE PREFERÊNCIA?	55
6.2. <i>TAG ALONG</i>	56
6.3. A APLICAÇÃO DO DIREITO DE PREFERÊNCIA E DO <i>TAG ALONG</i> AO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO	58
7. CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	63

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho irá analisar os artigos 61-A ao 61-D da LC 155/2016, que inseriu a figura do investidor anjo na legislação brasileira. O investidor anjo recebe este nome por ser considerado o investidor que realiza um dos primeiros aportes de capital em *startups*, financiando, por assim dizer, o desenvolvimento da atividade da *startup*. Geralmente, o investidor anjo é um ex-empresário, que possui certa experiência no ramo dos negócios e que, além de investir capital na *startup*, irá auxiliá-la com a sua experiência, seu conhecimento e seu *networking*.

A LC 155/2016 teve como origem o Projeto de Lei Complementar 25/2007, de autoria do Deputado Barbosa Neto, que inicialmente tinha como objetivo alterar o art. 79 da Lei do Simples Nacional. A este projeto foram pensados diversos outros projetos de lei, que juntos deram origem à redação final da LC 155/2016 como hoje está disposta.

Ao longo da tramitação do Projeto de Lei 25/2007, foi proposta a inclusão dos artigos 61-A ao 61-F, que ao final foram reduzidos para os artigos 61-A ao 61-D finais. Estes artigos foram baseados em outro projeto de lei, o Projeto de Lei 246/2016, apresentado pelo deputado Otávio Leite, que tinha como objetivo regulamentar a figura do investidor anjo no Brasil.

Conforme justificativa apresentada por este deputado no Projeto de Lei 246/2016, e acatada pela Comissão Especial destinada a emitir parecer sobre o Projeto de Lei Complementar 25/2007, esta regulamentação tem como objetivo incentivar o surgimento das chamadas empresas *startups*, bem como de flexibilizar o investimento em micro e pequenas empresas.

Neste sentido, segue o breve parecer da Comissão¹:

Propõe-se a inclusão dos artigos 61-A a 61-F, nos moldes do projeto do Deputado Otávio Leite, para criar mais incentivos para o surgimento de empresas inovadoras

¹ Projeto de Lei Complementar 25 de 15 de março de 2007. Planalto. Parecer ao projeto de Lei Complementar nº 25, de 2007 (apensos os Projetos de Lei Complementar nº379/08, 415/08, 467/09, 489/09, 507/09, 523/09, 534/09, 550/10, 556/10, 577/10, 6/11, 8/11, 12/11, 21/11, 43/11, 60/11, 79/11, 104/11, 139/12, 256/13, 317/13, 329/13, 418/14, 433/14, 444/14, 448/14, 44/15 E 48/15). Páginas 16 e 17. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=344866>>. Acesso em: 24 Set. 2017.

na área de tecnologia, as chamadas startups. Tais empresas são normalmente concebidas por mentes inovadoras que, com os dispositivos dessa proposta, terão facilitada a associação com parceiros experientes no mundo dos negócios e a disponibilização de capital para aumentar as chances de sucesso do empreendimento.

O objetivo, com a inclusão dos artigos, é remover as barreiras para investimentos em micro e pequenas empresas inovadoras, garantindo um ambiente favorável para investidores e reduzindo o custo de capitalização.

Tal regulamentação, conforme trazido pelo próprio deputado Otavio Leite em seu projeto de lei, solidificou as discussões e debates existentes no meio empreendedor sobre o tema. Em suas palavras²:

A presente proposta, por assim dizer, significa o corolário de discussões e reflexões travadas no ambiente do empreendedorismo brasileiro, em especial a instituição Anjos do Brasil, bem como o circuito Startups, além de fóruns e seminários além de traduzir entendimentos firmados entre este signatário e o Secretaria da Micro e Pequena Empresa na figura do Senhor Ministro Guilherme Afif Domingos.

Embora não tenha sido citado nas razões da lei, a regulamentação do investidor anjo na legislação brasileira também tem grande importância jurídica.

A própria ideia de investir em *startups*, no Brasil, é um tema muito recente e, naturalmente, carecia de regulamentação no âmbito jurídico. Por inexistir qualquer referência legislativa neste sentido, havia muita insegurança jurídica sobre a posição que os investidores anjos ocupavam dentro de uma empresa e quais seriam os limites e responsabilidades de sua participação.

Destaca-se, inclusive, que antes da promulgação desta lei, inexistia em nossa legislação o termo “investidor anjo”, sendo que sua definição era dada, basicamente, pelo mercado financeiro de acordo com o que estes investidores representavam para as *startups*. Com a lei, tem-se um conceito jurídico do que pode ser considerado um “investidor anjo”, e até mesmo um breve conceito do que é considerada uma “*startup*”, temas que serão tratados no capítulo seguinte a este.

Sendo assim, esse trabalho terá como objetivo analisar os pontos relevantes dos artigos 61-A ao 61-D da LC 155/2016, comparando-os com figuras já existentes em nosso

² BRASIL. Projeto de Lei Complementar 246 de 10 de Março de 2016. Planalto. Justificativa. Páginas 2 e 3. Disponível em: < <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2079334>>. Acesso em: 24 Set. 2017.

Direito e com as práticas de mercado para, ao final, concluir se a LC 155/2016, no tocante à regulamentação dos investidores anjos, atingiu o seu objetivo de incentivar os investimentos em *startups* e o desenvolvimento de suas atividades.

O método utilizado será a revisão bibliográfica. Entretanto, importante salientar que, por ser a LC 155/2016 bastante recente, não existem trabalhos publicados a respeito do tema, o que dificulta o presente trabalho sob o ponto de vista metodológico.

No primeiro capítulo serão tratados os conceitos de *startup*, investidor anjo e *smart money*, conceitos estes essenciais para a boa compreensão deste trabalho. Tais conceitos decorrem, basicamente, das práticas de mercado, visto que a primeira regulamentação no direito brasileiro corre, justamente, pela LC 155/2016.

No segundo capítulo serão analisados os principais pontos do contrato de participação, responsável por criar a relação jurídica entre o investidor anjo e a *startup*. Será feita análise da natureza contratual, das partes envolvidas na relação, das limitações impostas pela LC 155/2016 ao contrato de participação, e da forma de realização do aporte de capital pelo investidor anjo.

No terceiro capítulo será analisada a responsabilidade do investidor anjo e a sua limitação imposta pela LC 155/2016, comparando-a com a responsabilidade dos sócios de uma sociedade de responsabilidade limitada. Inicialmente, será feita uma breve análise sobre a teoria da limitação da responsabilidade dos sócios, seguida de uma análise sobre a criação da personalidade jurídica das empresas e, por fim, uma comparação entre essas duas figuras e a situação do investidor anjo.

No quarto capítulo será analisado o direito de resgate do investidor anjo, instituído pela LC 155/2016 à semelhança do direito de resgate de um sócio. Primeiramente, será analisado o modo de apuração de haveres conforme o artigo 1.031 do Código Civil para, então, comparar com a forma de determinar os valores no caso de resgate dos investidores anjos.

No último capítulo será tratado sobre o direito de preferência e a previsão de *tag along* para o investidor anjo, ambos instituídos pela LC 155/2016. Inicialmente, serão tratados os

conceitos de direito de preferência e *tag along* conforme definições em lei e, ao final, será feita uma comparação com a situação do investidor anjo.

Por meio da análise desses pontos, pretende-se verificar se a LC 155/2016 atingiu o objetivo ao qual se propõe em relação à regulamentação da figura do investidor anjo: de incentivar a atividade das *startup* e o desenvolvimento destas empresas.

2. EMPRESAS *STARTUPS* E SUA RELAÇÃO COM OS INVESTIDORES ANJOS.

O presente capítulo irá tratar sobre os conceitos de *startup*, investidor anjo e *smart money*, três conceitos essenciais para a boa compreensão deste trabalho, e como ocorre a relação do investidor anjo com a *startup* – qual a sua função perante a *startup* e o porquê da sua importância.

Importante mencionar que a análise terá como base, principalmente, os conceitos trazidos pelo mercado financeiro, visto que a primeira legislação a tratar sobre o tema e, portanto, fornecer um conceito jurídico, ainda que não muito aprofundado, é a LC 155/2016.

2.1. O QUE É UMA *STARTUP*?

Uma pesquisa realizada pela Associação Brasileira das *Startups* (ABS) no início do ano de 2016 mostrou que o Brasil possuía 4.151 empresas em estágio inicial³. Mas, afinal, seriam as *startups* apenas empresas em estágio inicial? Em realidade, a definição de *startup* depende de uma junção de diversos outros conceitos.

Segundo a ABS, a *startup* tem relação com o desenvolvimento de produtos e serviços inovadores, por meio da aplicação da tecnologia, podendo esta ser definida da seguinte forma: “É um momento na vida de uma empresa, onde uma equipe multidisciplinar busca desenvolver um produto/serviço inovador, de base tecnológica, que tenha um modelo de negócio facilmente replicado e possível de escalar sem aumento proporcional dos seus custos⁴.”

E, mais além, eles destacam que a característica fundamental de uma *startup* é o seu poder de ganhar escala rapidamente, ou seja, de ter um grande número de pessoas utilizando o seu produto em um curto espaço de tempo. Outra característica é que, geralmente, os seus

³ Número de startups brasileiras cresce 18;5% em seis meses. Estadão. Disponível em: < <http://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,numero-de-startups-brasileiras-cresce-185-em-seis-meses,10000028610>> Acesso em: 15 Out. 2017.

⁴ Tudo que você precisa saber sobre startups. Associação Brasileira de Startups. Disponível em: < <https://abstartups.com.br/2017/07/05/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-startups/>> Acesso em: 15 Out. 2017.

custos de produção são inferiores aos seus custos de operação, fatores que, combinados, fazem com que as *startups* utilizem muita tecnologia para atuar desta forma⁵.

A ABS destaca 4 características comuns às *startups*, conforme os conceitos a serem definidos abaixo⁶: (i) a inovação, no sentido de apresentar um produto ou serviço novo; (ii) a escalabilidade, no sentido de atingir um grande público; (iii) a repetibilidade, no sentido de que o modelo de negócio possa ser facilmente repetido; e (iv) a flexibilidade e rapidez, no sentido de que a *startup* pode atender rapidamente às demandas do mercado.

Inovação: a startup apresenta um produto ou serviço novo – ou com aspectos novos em seu modelo de negócio – para o mercado a que se destina, como elementos de diferenciação.

Escalabilidade: o modelo de negócio de uma startup precisa ser escalável, isto é, poder atingir rapidamente um grande número de usuários a custos relativamente baixos.

Repetibilidade: o modelo de negócios de uma startup deve ser repetível, ou seja, deve ser possível replicar ou reproduzir a experiência de consumo de seu produto ou serviço de forma relativamente simples, sem exigir o crescimento na mesma proporção de recursos humanos ou financeiros.

Flexibilidade e rapidez: em função de sua característica inovadora, do ambiente incerto e altamente competitivo, a startup deve ser capaz de atender e se adaptar rapidamente demandas do mercado. Geralmente, tem estruturas enxutas, com equipes formadas por poucas pessoas, com flexibilidade e autonomia.

Tal definição de que a *startup* seria uma empresa em estágio inicial com grande potencial de crescimento vai ao encontro com a definição dada pela Endeavor Brasil⁷, que conceitua a *startup* como uma empresa emergente de grande potencial, com altas chances de crescimento, nos termos abaixo:

Em tradução livre, uma startup pode ser considerada “uma empresa emergente de grande potencial”, ou ainda, “uma empresa projetada desde o início pra ser grande!”. Isso já explica muita coisa: vai dar trabalho, muito trabalho!

E pra ter grande potencial e ser grande, invariavelmente a motivação pra iniciar a empreitada deve ter sido gerada pela descoberta de uma oportunidade – fator fundamental neste processo, e alvo dos próximos temas.⁸

⁵ Tudo que você precisa saber sobre startups. Associação Brasileira de Startups. Disponível em: < <https://abstartups.com.br/2017/07/05/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-startups/>> Acesso em: 15 Out. 2017.

⁶ Ibid.

⁷ Organização global sem fins lucrativos que busca apoiar o empreendedorismo brasileiro, fundada há mais de 16 anos.

⁸ Pequena empresa ou startup: você escolhe. Disponível em: < <https://endeavor.org.br/pequena-empresa-ou-startup-voce-escolhe/>> Acesso em: 15 Out. 2017.

Assim também é a definição de *startup* dada pela Ace, pertencente a uma das maiores aceleradoras do Brasil, a Aceleratech, que também nos traz os conceitos de escalabilidade e repetibilidade, conforme segue: “Embora gere muitas incertezas em relação ao seu potencial de sobrevivência, uma *startup* é definida hoje, de forma geral, como ‘uma organização temporária com um modelo de negócios escalável e repetível’.”⁹

Dessa forma, a definição de *startup* não pode se limitar a “uma empresa em estágio inicial”. Em realidade, a *startup* é uma empresa em estágio inicial, com grande potencial de crescimento e um modelo de negócio em escala, geralmente voltada para o setor de inovação e tecnologias.

Isso significa que, embora as *startups* sejam empresas recentes – em que, muitas vezes, sequer são empresas, mas ainda ideias, o modelo de negócios proposto por elas é de que o seu produto ou serviço consiga atingir um grande mercado em um curto espaço de tempo. Por isso, é essencial que este produto ou serviço possa ser produzido ou oferecido em grande escala, com facilidade em sua replicação e distribuição.

Estas características, inevitavelmente, levam à utilização da tecnologia pelas *startups*, pois é por meio dela que se atinge tamanha escalabilidade e repetibilidade. Embora a tecnologia não seja uma característica intrínseca e necessária às *startups*, acabam o sendo por conveniência, visto que a tecnologia é capaz de impulsionar um grande crescimento.

Em contrapartida, nossa legislação não possui uma definição do que seria uma *startup*. De uma forma bastante simples, o *caput* do artigo 61-A da LC 155/2016¹⁰ limita-se a definir que os investidores anjos são aqueles que investem em microempresas e empresas de pequeno porte.

Se considerarmos que os investidores anjos – os quais serão vistos adiante, são aqueles que investem em *startups*, então, fazendo um raciocínio inverso, ainda que de forma pouco

⁹ O que é uma startup? Disponível em: < https://goace.vc/o-que-e-uma-startup/?utm_content=45081493&utm_medium=social&utm_source=facebook > Acesso em: 15 Out. 2017.

¹⁰ Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

desenvolvida, a definição legal de *startups* seria uma empresa sob o regime de microempresa ou empresa de pequeno porte.

Nossa legislação nada menciona sobre o regime societário ao qual devem estar submetidas as *startups* – se sociedade limitada ou sociedade anônima, por exemplo. Portanto, muito provavelmente o legislador deixou a cargo do empreendedor – entendido neste trabalho como o detentor da ideia inicial e sócio criador da *startup*, responsável pela administração, definir qual o regime societário que melhor se adequa ao modelo de negócios que está sendo proposto.

Nesse sentido, a definição legal de *startup* guardaria relação com a legislação tributária, e não com a legislação societária, visto que a sua definição estaria limitada aos valores da receita anual bruta da empresa. Porém, conforme visto nos conceitos acima, na prática do mundo dos negócios, em nenhum momento se vincula o conceito de *startup* ao seu faturamento, mas à sua forma de organização e modelo de negócio – estágio inicial, escalabilidade, repetibilidade.

Sendo assim, a LC 155/2016 se afasta do conceito econômico de *startup* e limita à sua definição a um conceito utilizado para fins tributários, deixando de levar em consideração todos os aspectos relevantes citados acima que diferem uma *startup* de uma empresa comum – ainda que esta empresa também esteja em estágio inicial e também seja considerada microempresa e empresa de pequeno porte.

2.2. O QUE É O INVESTIDOR ANJO?

O termo “investidor anjo” tem origem nos Estados Unidos, durante a década de 1920, época na qual surgiram os chamados *angels investors* ou *business angels*, que eram pessoas que patrocinavam os shows da Broadway. Além de financiarem os espetáculos, estes investidores assumiam os riscos e participavam do seu retorno financeiro.¹¹

Este conceito foi evoluindo e se desenvolvendo e, atualmente, o investidor anjo pode ser entendido como “pessoas físicas que investem seus recursos financeiros próprios em

¹¹ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 294.

negócios emergentes, isto é, que estejam em fase inicial de seu desenvolvimento, agregando o seu conhecimento experiência e relacionamento adquiridos em sua carreira executiva ou empresarial, para o empreendedor.”¹²

No Brasil, esta prática é bastante recente, e ganhou destaque, principalmente, com a LC 155/2016, tratada neste trabalho. Embora recente, existem diversos projetos e plataformas no Brasil que buscam desenvolver essa forma de investimento, e que também nos trazem conceitos importantes sobre o investidor anjo.

Segundo estimativas da Anjos do Brasil¹³, ao final de 2015, foram contabilizados no Brasil aproximadamente 7.260 investidores anjos, com expectativa de investimento no valor total de 1.7 bilhões de reais para os próximos anos. Portanto, é uma parcela bastante expressiva, e que carecia de regulamentação até então.¹⁴

Para a StartSe¹⁵, umas das maiores plataformas brasileiras com o objetivo de conectar investidores a *startups*, o investidor anjo pode ser definido como um fomentador do crescimento das *startups* por meio de aporte financeiro, e também através do fornecimento de mentoria ao empreendedor, conforme a definição abaixo:

O Investidor Anjo é uma figura atípica na relação empresarial. Isso porque, ele tem um papel singular, podendo participar de inúmeras formas no empreendimento.

Dentre suas características e atividades estão a realização de aportes financeiros na startup em fase inicial, auxílio aos empreendedores atuando como um mentor ou conselheiro, participação ativa na gestão do projeto, recebimento de percentuais sobre o lucro ou participação acionária, entre outras, tudo isso sem se tornar sócio formal do empreendimento.

E esse é o grande perfil do investidor-anjo, fomentar o crescimento da startup com capital e conhecimento, sem se vincular a ela, minimizando assim seus riscos caso a atividade não progrida.

(...)

¹² SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 206.

¹³ Fundada em 2011 por Cassio Spina, tem o objetivo de apoiar *startups* na fase de crescimento, fomentando os investimentos e apoiando o empreendedorismo. Atualmente, é referência neste meio.

¹⁴ Investimento anjo no Brasil tem potencial de 1.7 bilhão. Anjos do Brasil. Disponível em: <<http://blog.anjosdobrasil.net/2016/07/investimento-anjo-no-brasil-tem.html>> Acesso em: 15 Out. 2017.

¹⁵ A StartSe foi fundada em 2015, com o objetivo de conectar investidores à startups, e aproximar as startups brasileiras do Vale do Silício, na Califórnia/EUA. Além disso, eles também oferecem material e conteúdo informativo sobre o ambiente empreendedor no Brasil.

Apesar disso, a função do anjo não é apenas a de investir dinheiro na empresa, mas também emprestar experiência, conhecimento, aprendizado. É também, trazer para o projeto a sua rede de contatos, aumentando de forma significativa as chances de sucesso da startup.¹⁶

Para a Anjos do Brasil, o investidor anjo é geralmente um ex-empresário, que investe parcela de seus recursos próprios em empresas em estágio inicial, além de trazer a sua experiência profissional para dentro da sua empresa. Eles destacam, inclusive, que o investidor anjo não pode ser visto como um filantropo, mas uma pessoa que busca investir em negócios com alto potencial de rendimento e também agregar conhecimento ao empreendedor, nos termos que seguem:

O Investidor Anjo é normalmente um (ex-)empresário/empreendedor ou executivo que já trilhou uma carreira de sucesso, acumulando recursos suficientes para alocar uma parte (normalmente entre 5% a 10% do seu patrimônio) para investir em novas empresas, bem como aplicar sua experiência apoiando a empresa. Importante observar que diferentemente que muitos imaginam, o Investidor-Anjo normalmente não é detentor de grandes fortunas, pois o investimento-anjo para estes seria muito pequeno para ser administrado.

Importante observar que o investimento anjo não é uma atividade filantrópica e/ou com fins puramente sociais. O Investidor Anjo tem como objetivo aplicar em negócios com alto potencial de retorno, que consequentemente terão um grande impacto positivo para a sociedade através da geração de oportunidades de trabalho e de renda. O termo "anjo" é utilizado pelo fato de não ser um investidor exclusivamente financeiro que fornece apenas o capital necessário para o negócio, mas por apoiar ao empreendedor, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento para orientá-lo e aumentar suas chances de sucesso.¹⁷

Tal definição se assemelha bastante à definição dada pela Endeavor Brasil no sentido de que os investidores anjos seriam antigos empresários, que por terem grande conhecimento e rede de relacionamentos em determinada área, escolhem aportar dinheiro próprio em uma empresa com a qual possuem afinidade, agregando conhecimento ao empreendedor, e garantindo grande retorno aos seus investimentos. Segue a definição:

Investidores anjo costumam ser (ex-)empresários, empreendedores ou executivos que, após trilharem uma carreira de sucesso, acumularam capital suficiente para alocar uma parte a novos empreendimentos. Este número costuma variar entre 5% a 10% de seus patrimônios.

Porém, como dissemos, a ideia é que, além do investimento, o anjo agregue valor também com a própria experiência, com o conhecimento no campo dos negócios, e sobretudo com uma valiosa rede de relacionamentos. O investidor anjo deve ser

¹⁶ Investidor-anjo e a sua importância para uma startup. Disponível em: < <https://conteudo.startse.com.br/startups/fcmlaw/importancia-investidor-anjo/>>. Acesso em: 01 Out. 2017.

¹⁷ O que é um investidor-anjo. Disponível em: < <http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>> Acesso em: 01 Out. 2017.

participativo, conhecer a sua empresa e seu modo de gerenciar para contribuir de forma efetiva – afinal, o interesse (e o capital) é dele também.

Mas é importante enfatizar que este movimento não tem nenhum caráter filantrópico ou assistencialista. O investidor anjo vê a possibilidade de investir na sua empresa como negócio – pensando também, claro, no impacto econômico e social positivo causado pela geração de novas oportunidades de trabalho e renda.¹⁸

Da leitura dos conceitos acima, ficam em evidência três pontos importantes que ajudam a definir o investidor anjo: (i) primeiro, o investidor anjo aporta capital próprio, em percentuais baixos que variam de 5% a 10% do seu patrimônio total, em empresas em estágio inicial; (ii) segundo, o investidor anjo, além de fornecer a esta empresa recursos financeiros, também traz sua experiência como empresário. Com isso, o investidor anjo torna-se uma espécie de mentor desta empresa, além de agregar o seu *networking* ao empreendimento; e (iii) terceiro, esta combinação do aporte de capital com a experiência no negócio tem o objetivo de ajudar a empresa a crescer, mas não por benevolência ou filantropia, mas para trazer grande retorno financeiro ao próprio investidor anjo.

Importante observar que, embora o investidor anjo ofereça mentoria à *startup*, ele não se envolve na gestão dessa empresa e, portanto, é denominado por alguns como um sócio “não executivo”, conforme defende Cassio Spina¹⁹. Na concepção do autor, o investidor anjo teria uma participação societária minoritária, ficando normalmente entre 15% e 30%; ou seja, sempre menor que a participação societária do empreendedor.²⁰

Em outras palavras, o investidor anjo não quer ser sócio ativo dessa empresa, ele quer apenas fornecer experiência e *networking* básicos ao empreendedor para garantir que o dinheiro por ele investido tenha um grande potencial de retorno. Portanto, não lhe interessa a gestão da empresa, mas apenas o monitoramento e o fornecimento de mentoria para garantir que ela se desenvolva de forma satisfatória para os seus investimentos.

Importante mencionar que a figura do “mentor” é inexistente em nosso direito e que, portanto, não há como definir com precisão como este papel do investidor anjo será entendido pelos nossos tribunais, principalmente em relação à sua responsabilidade. O mentor é figura

¹⁸ Capital, experiência e relacionamento: com um investidor anjo, sua empresa está sempre bem acompanhada. Disponível em: < <https://endeavor.org.br/investidor-anjo/> > Acesso em: 01 Out. 2017.

¹⁹ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011, Edição Kindle. Posição 313.

²⁰ SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 323.

peculiar em nosso direito justamente por ficar num limbo entre o administrador de uma empresa e uma pessoa completamente alheia às decisões.

O administrador, segundo defende Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa²¹, é a pessoa responsável por apresentar a sociedade, ou seja, ele não é mero representante da sociedade, mas o responsável por agir como se sociedade fosse. Dentro dos limites do objeto social, o administrador poderia praticar quaisquer atos condizentes, assumindo obrigações e exercendo direitos adquiridos pela sociedade, sendo que, em permanecendo dentro dos limites do objeto social e do que lhe foi permitido pelo contrato social, em realidade, é como se a própria sociedade estivesse praticando estes atos.

A figura do administrador não se confunde com a figura de um mandatário da sociedade, visto que este não representa a sociedade, mas a apresenta, com o objetivo de realizar os atos sociais conforme previsão do contrato social e da lei.²² Nesse sentido, pode o administrador praticar todos os atos necessários para o desenvolvimento do objeto social de uma sociedade, ficando este vinculado aos parâmetros do contrato social.²³

Por outro lado, o mentor não é responsável pela apresentação da sociedade – e sequer sua representação, pois este apenas fornece o *know how* para o empreendedor. O mentor é geralmente uma pessoa com experiência no ramo, que se propõe a ajudar a *startup*, por meio de uma parceria, agregando a sua experiência, seu conhecimento e *expertise* e, com isso, auxiliando o empreendedor. O mentor é responsável por fornecer conhecimento ao empreendedor, conhecimento este que foi obtido com sua própria experiência, e que pode ser repassado aos novos empreendedores no ramo.²⁴

O mentor, portanto, se aproxima muito mais da figura de um conselheiro da empresa, do que a de um administrador propriamente dito, visto que ele apenas auxilia o empreendedor. A grande diferença entre essas duas figuras é que o administrador pratica atos como se a

²¹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 186.

²² Ibid. p. 187.

²³ Ibid. p. 191.

²⁴ STARTUPI. A importância da mentoria para a aceleração das Startups. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2015/05/a-importancia-da-mentoria-para-a-aceleracao-das-startups-2/>> Acesso em: 27 Dez. 2017.

sociedade fosse, enquanto o mentor não pratica nenhum ato – nem como se sociedade fosse, nem como se a representasse, mas apenas auxilia o administrador na tomada de decisões.

E, justamente por ser essa figura bastante peculiar que, de certa forma, ainda que de maneira indireta, pode participar da tomada de decisões de uma *startup*, não se sabe, na prática, como será interpretado o papel do mentor e quais serão os limites de sua responsabilidade.

Já o conceito jurídico de investidor anjo será desenvolvido ao longo dos capítulos deste trabalho, mas, de uma forma simplista, combinando o caput do art. 61-A com os parágrafos 1º e 2º deste mesmo artigo da LC 155/2016, temos uma definição, conforme termos abaixo:

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

§ 1o As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

§ 2o O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

Nesse sentido, o investidor anjo pode ser entendido como a pessoa física ou jurídica que aporta capital em uma empresa de pequeno porte ou microempresa, por meio de um contrato de participação, por prazo não superior a 7 anos. Ainda, nada impede que o investidor anjo seja um fundo de investimento, conforme possibilidade trazida pelo artigo 61-D:

Art. 61-D. Os fundos de investimento poderão aportar capital como investidores-anjos em microempresas e empresas de pequeno porte

Ou seja, a LC 155/2016 apenas esclarece a possibilidade de o investidor anjo ser pessoa física ou pessoa jurídica, em nada discorrendo sobre o seu papel no aporte de capital

ou o fornecimento de mentoria à *startup*. A lei limita-se a definir sobre quem pode ser um investidor anjo, mas em nada trata sobre as suas características essenciais.

Nesse sentido, o conceito jurídico se difere do conceito dado na prática ao investidor anjo, visto que desconsidera completamente uma parte importante do que representa este tipo de investimento: o *smart money*, conceito que será tratado a seguir.

2.3. A IMPORTÂNCIA DO INVESTIDOR ANJO PARA A *STARTUP*

Os investimentos realizados por investidores anjos são um dos primeiros aportes de capital em uma *startup*, muitas vezes em estágio bastante inicial, quando sequer existe uma atividade ou negócio propriamente ditos, mas apenas uma ideia a ser desenvolvida. Portanto, em sua grande maioria das vezes, esse tipo de investimento serve para alavancar a ideia do empreendedor e possibilitar que ela seja colocada em prática, no mercado.

Além de ser o impulso inicial para o empreendedor, o investidor anjo agrega muito mais do que apenas capital à *startup*, agrega também conhecimento. Se para o investidor anjo o mais importante é o retorno financeiro do seu investimento, para a *startup*, além desse aporte financeiro, também tem importância o conhecimento e a experiência trazidos pelo investidor anjo para a *startup*.

Em realidade, o investidor anjo traz muito mais do que um apoio financeiro à *startup*. Ele traz sua experiência, conhecimento e contatos que, conjuntamente, ajudam a alavancar o crescimento da *startup*, combinados aos investimentos financeiros – aportes de capital propriamente ditos. E, justamente por esta combinação de fatores, é que o investidor anjo é tão importante para uma *startup*, trazendo inclusive a denominação “anjo” em seu nome.

Este conjunto – aporte de capital e mentoria, é denominado “*smart money*”.

O SEBRAE define *smart money* como o conhecimento e a experiência trazidos pelo investidor anjo para o negócio a ser desenvolvido pela *startup*, muito além dos aportes financeiros. Nesse sentido:

A expressão serve para descrever os investidores que não irão aportar somente capital, mas que também serão um diferencial importante para a startup.

Eles costumam trazer forte experiência no mesmo mercado em que a startup atua, contribuem com insights importantes sobre o modelo de negócio, complementam o time com conhecimento em uma área crucial para a empresa, apresentam histórico de investimento na área, têm um forte networking junto aos clientes potenciais.

Muitas vezes, estes investidores apresentam uma combinação de vários desses fatores em menor escala, mas são fortes o suficiente para acelerar bastante o projeto.

(...)

Tudo isso não significa que o investidor estará presente no dia a dia da startup, mas sim que ele pode sempre ser consultado sob demanda e trazer insights que façam diferença ao longo da jornada do projeto.²⁵

Para a StartSe, essa também é a ideia de *smart money*, considerado um dos pontos mais importantes no investimento realizado pelo investidor anjo:

Neste contexto está a ideia de Smart Money (do inglês, “dinheiro inteligente”), uma vez que é de extrema importância para a startup que o investidor também consiga agregar conhecimento, networking e experiência, além do capital aportado, razão pela qual os investidores que já tenham envolvimento no ramo de atuação da startup são mais interessantes.²⁶

Em razão do *smart money*, os investidores anjos geralmente possuem algum tipo de relação com a *startup* e o negócio por ela desenvolvido, participando, ainda que de forma tímida, em sua gestão – sob a forma de participação subsidiária e secundária. Embora não possam ser equiparados aos empreendedores, porque não atuam efetivamente na administração da *startup*, indiretamente, acabam podendo influenciar nas decisões.

Justamente por existir essa peculiaridade na atuação dos investidores anjos em relação aos investidores comuns é que se faz presente a necessidade de existir uma legislação própria e específica para os investidores anjos. O envolvimento de um investidor anjo com a atividade é maior do que o envolvimento de um simples investidor, mas também não se equipara ao envolvimento de um sócio da empresa – o próprio empreendedor – ficando, portanto, em um limbo que, até pouco tempo, não era regulamentado pela nossa legislação.

²⁵ Entenda o que é smart money. Disponível em: < <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-o-que-e-smart-money,905813074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01 Out. 2017.

²⁶ Investidor-anjo e a sua importância para uma startup. Disponível em: < <https://conteudo.startse.com.br/startups/fcmlaw/importancia-investidor-anjo/>>. Acesso em: 01 Out. 2017.

Embora a legislação não tenha mencionado essa característica peculiar aos investidores anjos – do *smart money*, faticamente ela está presente, e é tão importante quanto o aporte financeiro para uma *startup*.

3. FORMA DE PARTICIPAÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NA *STARTUP* - O CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO NOS TERMOS DA LC 155/2016

Feita a contextualização da LC 155/2016, e dados os conceitos relevantes para entender os artigos 61-A ao 61-D desta lei, será feita a análise do conteúdo da lei propriamente dito.

A análise terá como parâmetro as sociedades limitadas, por ser um modelo societário mais simples que as sociedades anônimas. As sociedades anônimas exigem maiores formalidades que os demais tipos societários e, conseqüentemente, geram custos maiores, o que acaba não sendo atrativo para empresas em estágio inicial. Além disso, optou-se utilizar as sociedades limitadas porque, ao contrário das EIRELI e MEI, estas admitem mais de um sócio.

A primeira definição que merece destaque é a forma de participação do investidor anjo. Basicamente, todo o artigo 61-A da LC 155/2016 define como será essa participação, desenvolvendo quais os pontos relevantes que deverão ser observados pelas partes – *startup* e investidor anjo, conforme inteiro teor que segue abaixo:

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

§ 1o As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

§ 2o O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

§ 3o A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

§ 4o O investidor-anjo:

I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

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

§ 5o Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade.

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

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

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

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

§ 10. O Ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido.

Do artigo citado acima, surgem alguns pontos-chaves que definem a forma como se dará a participação do investidor-anjo que, nos termos do seu parágrafo primeiro, ocorrerá por meio de um contrato de participação. Sendo assim, a LC 155/2016 acaba tipificando mais um contrato na legislação brasileira, e este contrato possui algumas características, as quais serão vistas abaixo.

3.1. DA NATUREZA CONTRATUAL

Por meio do contrato de participação, o investidor-anjo aportará capital na *startup*. Porém, qual seria a natureza desse contrato? Seria ele considerado um contrato constituinte de uma relação societária, por meio da qual o investidor-anjo ingressa no quadro societário da *startup*; ou seria este um contrato empresarial, por meio do qual o investidor-anjo apenas fornece capital e conhecimento à *startup* – o *smart money*, permitindo o desenvolvimento de sua atividade?

Inicialmente, é preciso entender os conceitos-chave trazidos pelo *caput* e parágrafo primeiro do artigo 61-A da LC 155/2016: de que o contrato de participação tem como objetivo o incentivo e fomento às atividades de inovação e aos investimentos produtivos.

De início, essa definição em lei deixa claro que o objetivo principal do contrato de participação não é garantir participação societária ao investidor anjo ou gestão da empresa na condição de empresário, ou até mesmo ingresso de um novo sócio para a *startup*, mas garantir o desenvolvimento e fomento das atividades da *startup*.

Empreendimentos em estágio inicial enfrentam uma série de problemas atrelados ao fato de possuírem pouco capital. Poucos – ou praticamente ninguém, são os empreendedores que possuem recursos financeiros suficientes do próprio bolso ou de familiares e amigos, capazes de impulsionarem o seu empreendimento.

O primeiro problema decorrente da falta de capital está relacionado à própria necessidade de captação em si. Os custos de transação para empresas menores são significativos, se comparados aos custos de empresas maiores. E, ainda, por serem negócios em estágios iniciais, pode não interessar aos bancos e demais instituições financeiras efetuar empréstimos de baixas quantias, com um alto grau de risco, por serem empresas emergentes.²⁷

Atrelado a essa situação, geralmente, estes empreendimentos possuem pouca robustez – porque, muitas vezes, em estágio tão inicial que podem apenas ser uma ideia, dificultando a obtenção de recursos no mercado. Somado a este fator, tais empreendimentos, na sua grande maioria de vezes, não possuem garantias sólidas para oferecer em contrapartida, o que impede a obtenção de empréstimos junto a instituições financeiras²⁸.

Entretanto, o próprio mercado se encarrega de criar mecanismos que busquem solucionar estes problemas: surge então o *venture capital*, ou o chamado mercado de capitais de risco²⁹. Segundo definição trazida pelo Instituto IBMEC³⁰, *venture capital* é “uma modalidade de investimento na qual investidores aplicam recursos em empresas com expectativas de rápido crescimento e elevada rentabilidade”.

²⁷ POTENZA, Guilherme Perez. Regulando a inovação: o crowdfunding e o empreendedorismo brasileiro. Revista de Direito Empresarial | vol. 15/2016 | p. 69 - 107 | Maio - Jun / 2016. DTR\2016\17346.

²⁸ DIB, Adriano Abrão. Venture Capital após a Instrução Normativa CVM 578/2016 e Alterações na Lei do Simples Nacional: Desafios ainda existentes. Revista de Direito Recuperacional e Empresa. Vol. 4/2017, Abr - Jun /2017. DTR\2017\1681.

²⁹ Ibid.

³⁰ Instituto IBMEC. O que é venture capital. Disponível em: < <http://ibmec.org.br/geral/o-que-e-venture-capital/> > Acesso em: 25 Out. 2017.

Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, que fornece um grande incentivo ao empreendedorismo, pesquisa e inovação, o que se comprova por ser um dos países com maior número de investimento nesse setor³¹, e que nos dá diversos exemplos de empresas *startups* que se tornaram gigantes e dominam o mercado mundial, como a Apple, Facebook, Amazon, Google, Microsoft, Starbucks, no Brasil, ainda que nós tenhamos exemplos de sucesso – Netshoes, Buscapé, Easy Taxi, o incentivo a esta atividade é ideia bastante recente e tímida.

Buscando justamente preencher essa lacuna no mercado de *venture capital* brasileiro é que o *caput* do artigo 61-A da LC 155/2016 estabelece como uma das funções principais do contrato de participação o incentivo às atividades de inovações e aos investimentos produtivos.

Conforme visto no capítulo anterior, a própria *startup* pode ser definida como uma empresa em estágio inicial, com alta probabilidade de crescimento e escalabilidade de seu produto ou serviço. Para conseguir obter tamanho crescimento, a maioria das *startups* utiliza tecnologia para o desenvolvimento de suas atividades, visto que esta permite a substituição de empregados e meios de produção comuns, que muitas vezes demandam muito capital e tempo, e limitam a possibilidade de crescimento tendo em vista o número de funcionários.³² Nesse sentido, é bastante comum que as *startups* utilizem da tecnologia para o crescimento da empresa.

Além disso, as *startups* também acompanham muito a ideia das *disruptive companies*, que são as empresas que surgem para quebrar a lógica competitiva do mercado, trazendo produtos inovadores capazes de impactar e modificar o modo como as pessoas estavam acostumadas até então a obter aquele produto ou serviço. Isso porque as *disruptives companies* geralmente são empresas pequenas, com poucos recursos, focadas em replicar a

³¹ O Wall Street Journal, em parceria com a Dow Jones Venture Source, anualmente, classifica as *startups* que valem acima de 1 bilhão de dólares, o chamado “The Billion Dollar Startup Club”, disponível em: < <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/>> Acesso em: 09 Dez. 2017. Conforme se denota pelo gráfico, as *startups* mais valiosas estão localizadas nos Estados Unidos. Segundo estudo da KPMG, disponível em: < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/01/venture-pulse-q4-2016-report.pdf>> Acesso em: 09 Dez. 2017, no último trimestre do ano de 2016, os Estados Unidos investiram aproximadamente 7 bilhões de dólares em *startups*.

³² O que é uma startup? Disponível em: < https://goace.vc/o-que-e-uma-startup/?utm_content=45081493&utm_medium=social&utm_source=facebook> Acesso em: 15 Out. 2017.

sua produção ou o fornecimento de seus serviços e atingir grande parcela do mercado, geralmente por um baixo preço.³³

Sendo assim, são as *startups* empresas com grande anseio tecnológico e produtivo. E, seguindo esta lógica, a LC 155/2016 estabelece o incentivo às atividades de inovações e aos investimentos produtivos, visando ao desenvolvimento desse mercado bastante novo no Brasil. Este incentivo tem como causa a crise econômica pela qual passa o nosso país e a tentativa do governo brasileiro em alavancar o crescimento de nosso mercado e, principalmente, trazer investimentos para que empresas brasileiras, sobretudo as em estágios iniciais, possam se fortalecer competitivamente e crescer.

E, justamente neste sentido, o contrato de participação adquire uma importância muito mais comercial do que societária, visto que a ideia é incentivar o desenvolvimento e crescimento das *startups*, por meio do aporte de investimentos a ser realizado pelos investidores anjos.

De uma maneira bastante simplista, nas palavras de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa³⁴, podemos definir uma sociedade como um “acordo de vontades, celebrado entre um mínimo de duas partes, havendo a possibilidade de presença de um número maior, conforme o interesse das partes”. E, ainda, o autor defende ser o contrato societário um contrato plurilateral, em que a vontade das partes converge todas para um mesmo objetivo – exploração da atividade e obtenção de lucro, e onde os sócios não possuem vontades contrapostas, não sendo uns são devedores dos outros reciprocamente, mas todos devedores de prestações de bens e serviços em relação à sociedade. Neste contrato, todas as partes seriam titulares de direito e obrigações, em maiores ou menores proporções, de acordo com o capital investido por cada um.³⁵

Considerando o conceito acima, não pode o contrato de participação ser classificado como um contrato societário, visto que lhe faltam as características essenciais: uma única vontade e mesma titularidade de direitos e obrigações. Isso porque, enquanto o objetivo do

³³ CHRISTENSEN, Clayton M.; RAYNOR, Michael E.; MCDONALD, Rory. What is Disruptive Innovation? Disponível em: < <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation> > Acesso em: 09 Dez. 2017.

³⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 39.

³⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 43.

investidor anjo é efetuar um investimento e obter retorno financeiro, o objetivo da *startup* é oposto, sendo que lhe interessa o aporte de capital do investidor anjo para que esta possa se desenvolver. O investidor anjo não tem interesses de gestão ou administração da *startup* tal qual os demais sócios – ainda que esse possa oferecer mentoria à *startup*, e, ainda que este tenha interesse que a sociedade se desenvolva de forma saudável e gere lucros, este interesse está implícito no seu interesse principal, visto que o retorno financeiro do investidor anjo depende do sucesso da *startup*. Em outras palavras, em sendo o retorno financeiro do investidor anjo proporcional ao sucesso da *startup*, por óbvio que isto lhe interessa, mas apenas como mera consequência para o seu objetivo principal.

Já os contratos em geral, segundo Caio Mário da Silva Pereira³⁶, são negócios jurídicos bilaterais que nascem da vontade e do consentimento das partes, e, por serem atos de negócio, possuem objetivos e finalidades específicas. Nesse sentido, o contrato de participação se encaixa nessa definição, visto que, de um lado, tem o objetivo do investidor anjo em obter retorno financeiro ao seu aporte de capital, e por outro, tem o objetivo da *startup* em desenvolver suas atividades com o capital recebido dos investidores.

Importante mencionar que, dadas as características do contrato de participação, este é um novo tipo contratual inserido em nossa legislação, ainda que por meio de uma legislação tributária. Este contrato possui certas peculiaridades, que por vezes se assemelha a uma participação societária, por vezes se assemelha a um contrato comum, não se encaixando, portanto, em nenhum desses conceitos.

Em realidade, o contrato de participação cria uma nova modalidade de investimentos, que foge dos padrões atuais de mercado – que geralmente envolvem a aquisição de participação societária. Entretanto, por ser uma figura bastante recente, é necessário um desenvolvimento doutrinário e dos tribunais para definir, com precisão, quais os requisitos principais do contrato de participação, quais os seus limites, e quais os seus efeitos.

Tal modalidade se assemelha à sociedade em conta de participação, prevista nos artigos 991 ao 1.021, embora o contrato de participação não crie uma relação societária entre seus contratantes, tal qual ocorre em uma SCP.

³⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil: Contratos. Declaração Unilateral de Vontade e Responsabilidade Civil. 19 ed. Rio de Janeiro. Forense, 2015.

Conforme definição trazida por João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli³⁷, a SCP “é uma sociedade na qual uma ou mais pessoas fornecem recursos a um empreendedor, que os empregará, em determinados negócios, para que, ao final do prazo estipulado ou ao término do empreendimento, repartam os resultados auferidos”.

Nesse sentido, a SPC têm como características essenciais a existência de um sócio ostensivo, responsável por administrar a empresa e empregar seus esforços pra a realização da atividade econômica ao qual a sociedade se propõe, e um sócio participante, denominado também investidor ou oculto, responsável por fornecer o capital necessário para o desenvolvimento das atividades e, ao final, obter os lucros.³⁸

Importante mencionar que, a SCP produz efeitos somente entre os sócios – ostensivo e participante, pois a exploração da atividade econômica é realizada apenas pelo sócio ostensivo, que aparece perante terceiros, agindo como se em nome próprio fosse e assumindo os riscos do empreendimento³⁹.

E, conforme defendido pelos autores, a SCP entra numa categoria em que a responsabilidade dos sócios é mista: enquanto a responsabilidade do sócio ostensivo é ilimitada perante terceiros, os sócios participantes não possuem responsabilidade⁴⁰. Segundo os autores, o fato de o sócio participante aparecer perante terceiros – ou seja, deixar de ser oculto, em nada altera a sua responsabilidade, sendo que a única hipótese na qual ele poderá ser responsabilizado é no caso de “tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros”⁴¹, interferindo efetivamente nas tratativas.⁴²

Tendo em vista essas características, o contrato de participação firmado entre os investidores anjo e a *startup* possui, na sua essência, grande semelhança com a sociedade em conta de participação – embora o contrato de participação não seja um contrato que pretende estabelecer uma relação societária. Além do fato de ambas terem como objetivo permitir a

³⁷ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. Sociedade em Conta de Participação. São Paulo. Quartier Latin, 2014. p. 30.

³⁸ Ibid. p. 30.

³⁹ Ibid. p. 30.

⁴⁰ Ibid. p.79.

⁴¹ Ibid. p. 85.

⁴² Ibid. p. 85-86.

realização de investimentos de risco, a forma como a atividade é desenvolvida, e como cada um – empreendedor e investidor anjo – participa na sociedade também são muito semelhantes.

Pela LC 155/2016, conforme §3º do artigo 61-A, tal qual ocorre com o sócio ostensivo, cabe ao empreendedor a realização das atividades do objeto social da *startup*, em nome próprio e sob sua exclusiva responsabilidade. E, a lei vai mais além, vedando ao investidor anjo participar na administração da empresa juntamente com o empreendedor – excetuados os casos de mentoria, característica essencial do investidor anjo, conforme visto.

Entretanto, o ponto chave que difere o contrato de participação da sociedade em conta de participação é o fato de os investidores serem mentores da *startup*. Aos sócios de capital de uma SCP é vedado, sob qualquer forma, a interferência destes na administração da empresa, sob pena de ser prontamente responsabilizado. Já no contrato de participação, ainda que também seja vedado ao investidor anjo administrar a *startup*, de certa forma, este pode acabar influenciando nas decisões, em última análise, por meio da mentoria, o que não implica, necessariamente, na sua responsabilização – visto que a mentoria é característica essencial do seu papel e da sua relação com a *startup*.

Porém, não será escopo deste trabalho analisar com maior precisão qual categoria de contrato o contrato de participação se encaixa – ou mais se assemelha, visto que demandaria uma análise comparativa mais acurada. Por ora, limita-se a afirmar que o contrato de participação não tem natureza de contrato societário – no sentido de criar uma relação societária, porque seu objetivo é fomentar a atividade empresarial desenvolvida pela *startup*, e não criar uma relação jurídica entre sócios e sociedade, ou regulamentar a atividade empresarial, tal qual ocorre com os contratos de relações societárias.

3.2. DAS PARTES CONTRATANTES

O artigo 61-A define quem serão os contratantes no contrato de participação: de um lado, a microempresa ou empresa de pequeno porte, entendida no contexto como *startup*, conforme *caput* deste artigo; e de outro, o investidor pessoa física ou pessoa jurídica, definido como investidor anjo, nos termos do §2º deste artigo. Ainda, conforme art. 61-D da LC

155/2016, é permitido também aos fundos de investimentos ingressarem na condição de investidores anjos neste contrato de participação.

Sob a perspectiva da *startup*, o contrato de participação tem o objetivo principal de obter investimentos que possibilitem o desenvolvimento de sua ideia principal e aperfeiçoamento de sua atividade.

O contrato de participação é interessante para a *startup* por causa de sua dificuldade em obter recursos financeiros para desenvolver sua atividade, conforme já comentado neste trabalho. E, justamente para preencher a lacuna existente entre os investimentos realizados por familiares e amigos e os investimentos realizados por instituições maiores, é que surge a figura do investidor anjo.⁴³

Sendo assim, o interesse da *startup* – ou, por assim dizer, do empreendedor, não é de obter um novo sócio, mas obter os meios necessários, seja através do capital, seja através do conhecimento e do *networking* do investidor anjo, para alavancar a sua ideia e os negócios, permitindo que este ganhe espaço no mercado.

Sob a perspectiva do investidor anjo, o interesse principal é obter retorno do seu investimento, não lhe interessando a condição de sócio, conforme veremos abaixo. O próprio inciso I, do §4º, do artigo 61-A determina que o investidor anjo não será sócio da *startup*. E, ainda que não houvesse essa determinação em lei, as características da participação do investidor anjo também não coincidem com as características de uma participação societária.

Para Rubens Requião⁴⁴, “empresário é o sujeito que exercita a atividade empresarial”, o fazendo de forma organizada e técnica, com poder de tomada de decisões, e assumindo os riscos de negócio. Nas palavras de Vera Helena de Mello Franco⁴⁵, empresário é quem faz a intermediação entre o capital e o trabalho, não podendo este ser confundido com o capitalista – quem fornece o capital necessário, ou o prestador de serviços – quem trabalha na empresa.

⁴³ WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. Angel Finance: the other venture capital. Strategic Change. v.18. 2009. p. 221-230.

⁴⁴ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial: de acordo com a Lei n. 11.101, de 9-2-2005 (nova Lei de Falências), 1º volume. 27º ed. Ver. E atual. Por Rubens Edmundo Requião. São Paulo. Saraiva, 2007. p. 76

⁴⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello. Manual de direito comercial. Volume 1: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 2. Ed rev., atual. e ampl. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2004. p. 57.

Tais definições vão ao encontro do artigo 966⁴⁶ do Código Civil, que define o empresário como aquele que “exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”.

Para Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa⁴⁷, desse conceito trazido pelo artigo acima citado, podemos extrair algumas características essenciais do empresário: (i) de que ele exerce uma atividade, no sentido de ser uma constante, que se repete, e não algo eventual; (ii) de que essa atividade é econômica, no sentido de que é uma atividade geradora de riquezas; (iii) de que essa atividade, além de econômica, é organizada, no sentido de que o empresário organiza os fatores de produção – capital, trabalho e tecnologia, visando ao lucro; (iv) de que ela é exercida com certa profissionalidade, no sentido de que é uma atuação contínua e especializada em determinado campo; e (v) de que ela tem como finalidade a produção ou troca de bens e serviços, no sentido de que, toda a atividade desenvolvida por ele é destinada ao mercado, e não para si próprio.

Conforme o próprio conceito trazido pelo artigo 981⁴⁸ do Código Civil, a participação societária tem como objetivo contribuir com a atividade econômica a ser desenvolvida pela empresa, visto que os sócios – que são os que celebram um contrato de sociedade, obrigam-se a contribuir para o exercício dessa atividade, partilhando entre si os resultados.

Nesse sentido, a sociedade nada mais é, nas palavras de Vera Helena de Mello Franco⁴⁹, “uma comunhão de interesses e de meios para a realização de um objetivo em comum”. Ou seja, em que todos os sócios pretendem o desenvolvimento de uma atividade

⁴⁶ Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.

⁴⁷ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 1. 2 ed. Malheiros Editores, 2008. p. 126 a 148.

⁴⁸ Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados.

⁴⁹ FRANCO, Vera Helena de Mello. Manual de direito comercial. Volume 1: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 2. Ed rev., atual. e ampl. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2004. p. 171.

econômica, através da organização de pessoas e de meios, com a comunhão de objetivos para a realização de uma finalidade em comum, visando retorno financeiro⁵⁰.

A atividade dos investidores anjos é uma atividade de investimentos e risco. Conforme trazido pelo próprio conceito de investidor anjo dado pela LC 155/2016, este é uma pessoa física ou jurídica, que pretende aportar determinado capital em uma empresa, com o objetivo de obter retorno econômico e financeiro sobre o capital investido. Em nenhum momento lhe interessa a participação societária na empresa, porque não lhe interessa a condição de empresário – no sentido de organizar os fatores de produção, se envolvendo com atos de gestão e administração, para que a empresa possa desenvolver a atividade empresarial de acordo com seu objeto social.

Embora este tenha interesse na atividade a ser desenvolvida pela *startup*, esse interesse é subsidiário em relação aos investimentos, porque, por óbvio, somente através do desenvolvimento das atividades da *startup* e seu crescimento é que o investidor anjo pode obter maiores retornos para os seus investimentos. E, justamente por não participar ativamente no desenvolvimento dessas atividades é que seus investimentos podem ser considerados de risco.

Portanto, fica nítido que o objetivo dessa relação não é o exercício de uma atividade comercial pelo investidor anjo, sendo que muito pouco – ou nada, lhe interessa a condição de sócio da empresa. O interesse final do investidor anjo é unicamente no retorno econômico e financeiro de seus aportes, e seus esforços dentro do contrato de participação tão somente serão nesse sentido.

3.3. AS LIMITAÇÕES IMPOSTAS PELO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

Nos termos da LC 155/2016, existem algumas limitações que devem ser observadas no contrato de participação: conforme §1º do artigo 61-A, o contrato de participação não poderá ter vigência superior a 7 anos; nos termos do inciso III do §4º do artigo 61-A, a remuneração do investidor anjo está restringida a um período de 5 anos. E, conforme §6º do artigo 61-A, a sua remuneração não poderá ser superior a 50% dos lucros obtidos pela

⁵⁰ FRANCO, Vera Helena de Mello. Manual de direito comercial. Volume 1: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 2. Ed rev., atual. e ampl. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2004. p. 181.

empresa. Ainda, pode-se considerar uma limitação o fato de que, nos termos do caput do artigo 61-A, o aporte de capital será realizado em microempresas e empresas de pequeno porte, ou seja, conforme o porte da empresa.

Em pesquisa realizada no ano de 2006 pela Gávea Angels⁵¹, ficou demonstrada que a média de retorno esperada pelos investidores anjos é de seis anos. Entretanto, aproximadamente 45% dos investidores entrevistados estariam dispostos a esperar um tempo superior, equivalente a sete ou oito anos, para obterem o retorno do investimento realizado.

Neste sentido, a previsão de que o contrato de participação terá um prazo de vigência, limitado ao máximo de sete anos, vai ao encontro do período de retorno suportado pelos investidores anjos, e não parece trazer maiores problemas para a relação estabelecida entre a *startup* e o investidor anjo.

Pode-se pensar, inclusive, se este contrato poderá ser renovado por igual ou menor prazo, visto que a lei não define sobre a possibilidade ou não de renovação, limitando-se a estabelecer um prazo de vigência. Entretanto, somente a prática comercial e consequente entendimento dos tribunais é que poderá nos dizer se a renovação será ou não aceita, visto que o legislador deixou esta questão em aberto.

Já quanto às remunerações do investidor anjo, limitadas a 50% dos lucros obtidos pela empresa e a um período de 5 anos, sob o ponto de vista do *business*, justificam-se na medida em que são uma forma de proteção da *startup*, visto que pretendem impedir a remuneração excessiva dos investidores anjo e consequente descapitalização da empresa.

Conforme já mencionado, as *startups* enfrentam diversos obstáculos para conseguirem financiamento junto às instituições financeiras, porque estas, muitas vezes, ainda não possuem credibilidade suficiente, e também não possuem garantias suficientes que possam ser oferecidas em contrapartida. Dessa forma, o investimento realizado pelos investidores anjos tem uma importância peculiar às *startups*, visto que, muitas vezes, é a única forma de

⁵¹ O Gávea Angels é uma associação de investidores anjos que atua há mais de 15 anos no Estado do Rio de Janeiro, possuindo, atualmente, 55 investidores de alta *expertise*.

receberam capital para iniciar e desenvolver seu empreendimento⁵². Portanto, todos os recursos da *startup*, ou vêm de investimentos internos, ou dos lucros de sua própria atividade, sendo que a descapitalização da empresa poderá inviabilizar completamente o seu desenvolvimento.

É importante recordar que o objetivo principal do contrato de participação é o fomento da atividade desenvolvida pela *startup* e incentivo aos investimentos. Embora, a lei busque proteger os investidores anjos, ela também não deixa desamparada a outra parte contratante, que são as *startups*. Ainda que, em um primeiro momento, essas limitações possam parecer prejudiciais, em realidade, elas visam também à proteção da *startup* e do empreendimento propriamente dito.

Outro ponto que também merece atenção é o fato de que o conceito de investidor anjo está atrelado à realização de aporte em microempresas e empresas de pequeno porte. Ou seja, em realidade, o contrato de participação seria voltado àquelas empresas com faturamento limitado ao valor de R\$ 81.000,00 – a partir de 2018, para microempresas, e de R\$ 360.000,00 a R\$ 4.800.000,00, para empresas de pequeno porte.

Nesse sentido, caso a *startup* atinja um grande nível de desenvolvimento, capaz de superar os valores de receita bruta anual acima dispostos, como ficariam os efeitos do contrato de participação, visto que este está limitado, nos termos da lei, ao porte da empresa?

Pela LC 155/2016, não há nenhuma disposição que preveja os efeitos do contrato de participação na hipótese de o faturamento superar estes valores enquanto este ainda estiver vigente. Portanto, por ora, não há como determinar se o contrato continuará em vigor ou se deverá ser rescindido pelas partes. Dado o caráter protetivo da lei, a lógica é que nossos tribunais entendam que o contrato poderá ser mantido. Porém, esta é apenas uma especulação, e os reais efeitos só poderão ser observados com a prática e problematização da lei.

3.4. DO CAPITAL APORTADO PELO INVESTIDOR ANJO POR MEIO DO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

⁵² DIB, Adriano Abrão. Venture Capital após a Instrução Normativa CVM 578/2016 e Alterações na Lei do Simples Nacional: Desafios ainda existentes. Revista de Direito Recuperacional e Empresa. Vol. 4/2017, Abr - Jun /2017. DTR\2017\1681.

A primeira questão que merece destaque é a de que, por meio do contrato de participação, o investidor anjo aportará capital em uma microempresa ou empresa de pequeno porte, que, para os fins da lei, considera-se a *startup*.

Entretanto, conforme definição do caput do artigo 61-A, esse aporte não será considerado como integralização de capital social, o que deixa evidente, novamente, que a intenção do contrato de participação é criar uma relação comercial entre as partes, e não uma relação societária – sociedade e sócio.

O capital social de uma empresa é definido por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa⁵³ como o elemento essencial de uma empresa, sendo “um mínimo de bens e de recursos a serem utilizados na busca de lucros, pela realização da atividade consistente no objeto social”. Ele pode ser constituído em dinheiro ou em bens, que deverão ser integralizados pelos sócios no limite de suas respectivas quotas.

O capital é elemento essencial à sociedade basicamente por conta de três motivos: (i) primeiro, porque ele será utilizado pela sociedade para a aquisição de bens que permitam o desenvolvimento da atividade pretendida; (ii) segundo, porque ele constitui garantia aos credores. Embora o capital social não possa ser utilizado diretamente para pagamento de credores, pois constante no passivo não-exigível de uma sociedade, ele é tido como uma cifra de retenção, um valor que permanecerá retido e poderá ser executado pelos credores caso a sociedade não consiga saldar suas dívidas – é um mínimo que os credores podem contar como garantia; (iii) terceiro, porque ele é essencial para a formação do poder político dentro de uma sociedade, visto que as quotas, e conseqüente poder de decisão, são distribuídas aos sócios conforme a parcela de contribuição para o capital social.⁵⁴

Tomando como base as definições acima, resta evidente que a atividade do investidor anjo em nada se assemelha a uma integralização de capital social. Embora os investimentos realizados pelo investidor anjo sejam utilizados pela *startup* para o desenvolvimento e

⁵³ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 108.

⁵⁴ Ibid. p. 108 a 112.

aperfeiçoamento do seu empreendimento, lhe faltam as duas outras características essenciais do capital social: de garantia aos credores e aquisição do poder político.

O capital aportado pelos investidores anjos não pode ser considerado garantia aos credores porque é meramente um investimento realizado na *startup*. Em outras palavras, é um valor investido na *startup* que ficará disponível para o empreendedor utilizar da melhor forma que lhe convier, e não um dinheiro que ficará retido dentro da *startup*.

Esse capital aportado pelo investidor anjo será reinvestido pela *startup* em seus negócios e servirá como impulso para as atividades empresariais. O valor investido fará parte do ativo circulante da empresa, e estará disponível para pronto uso por parte do empreendedor, conforme entendimentos da sua gestão. Nada impede, entretanto, que este seja utilizado para o pagamento de dívidas eventualmente existentes, mas isso ocorrerá conforme vontade do empreendedor, e não porque o dinheiro está reservado, intocável, exclusivamente para servir de garantia a eventuais credores que venham a surgir.

Quanto aos poderes políticos, a própria lei define, no inciso I do §4º do artigo 61-A, que o investidor anjo não será considerado sócio e não terá poderes de gestão e administração da empresa. Sendo assim, não lhe interessa poder político dentro da empresa, porque expressamente vedado por lei o seu exercício e porque este não é o seu papel no relacionamento com a *startup*.

Ademais, embora o investidor anjo forneça mentoria ao empreendedor, conforme visto anteriormente, esta não se trata de uma ingerência direta sobre os rumos que a *startup* deverá tomar, mas apenas um aconselhamento aos empreendedores – estes tidos como os sócios da *startup* e efetivos administradores, responsáveis pelas decisões a serem tomadas na empresa.

Portanto, o apontamento da LC 155/2016, no sentido de que estes aportes não constituem capital social da *startup*, apenas sedimenta o que já ocorre na prática na relação existente entre investidor anjo e *startup*.

E, ainda, nos termos do §5º do artigo 61-A, este aporte também não será contabilizado para fins de enquadramento como microempresa ou empresa de pequeno porte, que, pelas novas regras vigentes a partir de 2018, serão consideradas microempresas aquelas cujo

faturamento seja inferior a R\$ 81.000,00, e empresas de pequeno porte aquelas cujo faturamento seja superior a R\$ 360.000,00 e inferior a R\$ 4.800.000,00.

4. A RESPONSABILIDADE DO INVESTIDOR ANJO.

Nos termos do inciso II do §4º do artigo 61-A, o investidor anjo não responderá por eventuais dívidas da *startup*. Portanto, a LC 155/2016 cria uma proteção ao investidor anjo, por meio da exclusão de sua responsabilidade, como um mecanismo de buscar cumprir o objetivo principal da lei: o incentivo aos investimentos.

O presente capítulo irá tratar sobre a responsabilidade do investidor anjo de acordo com a LC 155/2016, comparando-a à responsabilidade de um sócio.

4.1. A TEORIA DA LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DOS SÓCIOS

A limitação da responsabilidade dos sócios surge como consequência da personalidade jurídica das sociedades.

Conforme defende Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa⁵⁵, antes da regulamentação da personalidade jurídica pelo Código Civil de 1916, ainda que houvesse um patrimônio em apartado, representado pelo capital da sociedade, este servia unicamente como uma referência aos credores, e não tinha a capacidade de impedir que os sócios respondessem pessoalmente pelas dívidas da sociedade.

Importante mencionar que há quem defenda tese contrária, no sentido de que a limitação da responsabilidade dos sócios seria decorrente da existência de um patrimônio social devidamente constituído, que garantiria autonomia patrimonial à empresa e proteção ao patrimônio pessoal dos sócios. Tal visão é defendida por João Pedro Scalzilli⁵⁶, quando este refere que a limitação da responsabilidade dos sócios é figura independente, muito anterior à personalidade jurídica.

Entretanto, a teoria mais aceita atualmente é de que a limitação da responsabilidade dos sócios decorre do fato de a sociedade possuir uma personalidade jurídica em apartado, que lhe confere determinados efeitos.

⁵⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 84.

⁵⁶ SCALZILLI, João Pedro. Confusão Patrimonial no Direito Societário. São Paulo. Quarter Latin, 2015. P. 68 a 70.

A personalidade jurídica é adquirida quando a empresa torna-se regular, por meio do registro de seus atos constitutivos na Junta Comercial competente. Adquirida a personalidade jurídica, surgem algumas consequências que convêm destacar, segundo doutrina de Rubens Requião⁵⁷:

A primeira consequência é que a sociedade passa a ser considerada um sujeito capaz, o que lhe permite ter direitos, contrair obrigações e ingressar em juízo. A segunda característica é que, adquirindo personalidade jurídica, a sociedade passa a ser um sujeito individual e próprio, não se confundindo com a figura de seus sócios. A terceira característica é a existência de um patrimônio em apartado, que confere à sociedade autonomia patrimonial em relação aos seus sócios, e permite que esta responda ilimitadamente por suas dívidas. A última característica é a de que a sociedade passa a poder modificar a sua própria estrutura, tal como a adoção de um novo tipo societário, a adesão de novos sócios, a cessão de quotas, a retirada de sócios, entre outros.

Conforme defende Marlon Tomazette⁵⁸, a personalidade jurídica cria um “centro autônomo de interesses em relação às pessoas que lhe deram origem”, o que permitiria que a sociedade respondesse por suas próprias condutas, direitos e deveres. Assim, a atividade empresarial seria de responsabilidade da própria sociedade, e não das pessoas dos sócios que a constituíram, sendo que o patrimônio da sociedade responde pelas suas obrigações.

Nesse sentido, agiria a personalidade jurídica como um limitador da responsabilidade dos sócios, visto que a própria sociedade seria a responsável pelas suas obrigações e pelo exercício de seus direitos.

Importante mencionar que, na sociedade limitada, a responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade tem relação com o limite da parcela de capital por eles integralizado no

⁵⁷ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial: de acordo com a Lei n. 11.101, de 9-2-2005 (nova Lei de Falências), 1º volume. 27º ed. Ver. E atual. Por Rubens Edmundo Requião. São Paulo. Saraiva, 2007. p. 397.

⁵⁸ TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial. Teoria Geral e Direito Societário. Volume 1. 6º Edição. São Paulo. Atlas. 2014. P. 225.

capital social, sendo que todos os sócios serão solidariamente responsáveis pela parcela de capital subscrita e não integralizada⁵⁹.

Em outras palavras, o sócio integraliza o capital social, e esta parcela de capital será responsável por responder pelas obrigações da sociedade. No caso, se um dos sócios não integralizar completamente a sua quota, todos os demais são responsáveis por este valor em aberto, de forma solidária.

4.2. DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NOS TERMOS DO ARTIGO 50 DO CÓDIGO CIVIL

Muitas vezes, a personalidade jurídica acaba sendo deturpada, e os fins são desviados, de modo a utilizá-la para a prática de atos fraudulentos e desonestos. Em razão desse desvio de finalidade, surge a desconsideração da personalidade jurídica como uma forma de tentar coibir e remediar estes abusos.⁶⁰

O artigo 50⁶¹ do Código Civil elenca as hipóteses nas quais poderá ser requerida a desconsideração da personalidade jurídica por abuso da personalidade jurídica: quando da ocorrência de desvio de finalidade em relação ao seu objeto social ou quando da ocorrência de confusão patrimonial entre o patrimônio pessoal dos sócios e o da sociedade. Segundo o artigo, o pedido de desconsideração pode ser efetuado pelo Ministério Público ou a requerimento da parte, podendo ou não ser acatado pelo juiz. Nesse sentido, Maria Helena Diniz⁶²:

Pelo Código Civil (art. 50), quando a pessoa jurídica se desviar dos fins que determinaram sua constituição, em razão do fato de os sócios ou administradores a utilizarem para alcançar finalidade diversa do objetivo societário para prejudicar alguém ou fazer mau uso da finalidade social, ou quando houver confusão patrimonial (mistura do patrimônio social com o particular do sócio, causando dano a terceiro) em razão de abuso da personalidade jurídica, o magistrado, a pedido do interessado ou do Ministério Público, está autorizado, com base na prova material do dano, a desconsiderar, episodicamente, a personalidade jurídica, para coibir

⁵⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 393.

⁶⁰ DINIZ, Maria Helena. Lições de Direito Empresarial. São Paulo. Saraiva. 2011. p. 133.

⁶¹ Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

⁶² DINIZ, Maria Helena. Lições de Direito Empresarial. São Paulo. Saraiva. 2011. p. 134.

fraudes e abusos dos sócios que dela se valerem como escudo, sem importar essa medida numa dissolução da pessoa jurídica.

Conforme bem destaca a autora, tal situação é episódica e provisória, e não significa a dissolução da sociedade, mantendo hígido o princípio da autonomia subjetiva da pessoa coletiva. Essa desconsideração tem o objetivo de, apenas, transferir a responsabilidade para àqueles que utilizaram indevidamente da personalidade jurídica, sendo uma medida de proteção e tutela do direito de terceiros.⁶³

Nesse sentido também entende Rubens Requião⁶⁴, que destaca que “não se trata (...) de desconsiderar ou declarar nula a personificação, mas de torná-la ineficaz para determinados atos”. E, como bem salienta o autor, a personalidade jurídica não se trata de um direito absoluto, visto que está sujeita a ser contida quando do seu abuso.⁶⁵

Com isso, dentro das hipóteses de abuso da personalidade jurídica e mediante decisão judicial, o sócio passará a ser diretamente responsável contra terceiros eventualmente prejudicados em razão de sua conduta.

Importante destacar, também, a aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica na Justiça do Trabalho, visto que nessa seara há uma interpretação bastante extensiva da teoria da desconsideração, que tem como fundamento o trabalhador como parte hipossuficiente da relação. Na Justiça do Trabalho, ocorre uma desconsideração da responsabilidade quase que automática diante da falta de recursos da empresa, atingindo, como consequência, o patrimônio pessoal dos sócios.⁶⁶

Conforme defende Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa⁶⁷, em realidade, esse entendimento da Justiça do Trabalho de que, diante da falta de recursos da empresa, os sócios respondem pelas dívidas da sociedade – sejam eles majoritários, administradores, ou até mesmo minoritários, com ínfima participação, acabou criando uma responsabilidade subsidiária e ilimitada dos sócios – contrário ao que determina a lei.

⁶³ DINIZ, Maria Helena. Lições de Direito Empresarial. São Paulo. Saraiva. 2011. p. 134.

⁶⁴ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial: de acordo com a Lei n. 11.101, de 9-2-2005 (nova Lei de Falências), 1º volume. 27º ed. Ver. E atual. Por Rubens Edmundo Requião. São Paulo. Saraiva, 2007. p. 392.

⁶⁵ Ibid. p. 393.

⁶⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 91.

⁶⁷ Ibid. 92.

Para a Justiça do Trabalho, portanto, contrariamente ao que determina o Código Civil, basta o indivíduo estar na condição de sócio de uma sociedade inadimplente e sem recursos para que este se torne responsável pelas dívidas.

4.3. DA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR ANJO NOS TERMOS DA LC 155/2016

Conforme análises sobre a natureza contratual e as partes contratantes, não se pode considerar o contrato de participação como sendo um contrato que visa a criar uma relação societária entre o investidor anjo e a *startup*, conforme análise prévia, e também não se pode considerar o investidor anjo como sócio da *startup*, porque não é o objetivo principal na relação entre investidor anjo e *startup* e porque vedado pela LC 155/2016.

Muito embora essa relação não possa ser considerada societária, há diversos pontos em comum entre o contrato de participação e uma sociedade empresarial. Por exemplo, o modo da apuração dos haveres, a possibilidade de *tag along*, a remuneração dos investidores anjos, pontos estes que podem gerar dúvidas quanto à aplicação da lei, principalmente no que diz respeito à responsabilidade dos investidores anjos⁶⁸. E, ainda, o fato de o investidor anjo agir como um mentor da empresa, sendo, portanto, uma figura mais ativa na *startup*, também pode causar certa confusão.

Por tal motivo, a LC 155/2016 estabeleceu, no inciso II, do §4º do artigo 61-A, de forma bastante singela, que o investidor anjo não responderá pelas dívidas da sociedade, principalmente nas hipóteses do artigo 50 do Código Civil⁶⁹, que trata sobre a desconsideração da personalidade jurídica.

Tal dispositivo vai ao encontro dos objetivos elencados no caput do artigo 61-A, que pretende “incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos”, visto que a exclusão da responsabilidade do investidor anjo é um atrativo para os investimentos, eis que uma tentativa de diluição dos riscos desses investidores.

⁶⁸ GARRIDO, Luiz Gustavo. A (ir)responsabilidade do investidores anjos. Disponível em: < <https://jota.info/colunas/up-direito-das-startups/a-irresponsabilidade-do-investidor-anjo-08052017> > Acesso em: 25 Out. 2017.

⁶⁹ Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

A atividade do investidor anjo, como já tratado anteriormente, é uma atividade de risco, porque, além de essas sociedades estarem em um estágio inicial, buscando se consolidarem no mercado – portanto, com incertezas quanto ao sucesso do negócio e retorno dos investimentos, também existem os riscos comuns a toda atividade empresarial, de que seus sócios possuem responsabilidade, ainda que limitada ao valor de sua quota, e de que a personalidade jurídica da empresa seja desconsiderada, atingindo seu patrimônio pessoal.

Assim, a LC 155/2016 pretende deixar claro que, na hipótese dos investidores anjos, essa responsabilidade societária não é estendida a eles, principalmente porque sequer existe uma relação de sócio e sociedade entre o investidor anjo e a *startup*. Muito embora existam alguns pontos convergentes entre o contrato de participação e a participação societária, a própria LC 155/2016 define expressamente que o investidor anjo não será considerado sócio.

O investidor anjo é apenas um investidor que concede capital e *expertise* à *startup*, possibilitando o desenvolvimento de seu objeto social. Este não possui qualquer direito de gerência, gestão, ou administração sobre a *startup* e tampouco lhe interessa obter a condição de sócio, visto que seu objetivo principal é retorno econômico pessoal. Portanto, não sendo ele o tomador das decisões, e não sendo seu objetivo principal o desenvolvimento de uma atividade empresarial – embora esta lhe interesse de forma secundária para obter o retorno de seus investimentos, não pode responder por eventuais abusos ou dívidas da *startup*, ainda que de forma subsidiária.

Em uma comparação bastante simplista, responsabilizar o investidor anjo pelos riscos do negócio da atividade empresarial em si – aqui entendidos como os riscos civis, trabalhistas e fiscais, e não os riscos de sucesso do negócio, é como querer responsabilizar um banco que concede mútuo a uma empresa qualquer porque essa empresa deixou de efetuar o pagamento de seus funcionários, por exemplo. Embora a relação do investidor anjo com a *startup* possa ser muito mais próxima do que a relação entre o banco e uma empresa – porque aquele acompanha de perto o desenvolvimento da *startup*, principalmente por ser uma atividade de alto risco, a finalidade da relação é a mesma, não podendo ser considerados sócios das respectivas sociedades simplesmente pelo fato de concederem capital à empresa e oferecerem mentoria.

E, além disso, sequer pode-se pensar em eventual desconsideração da personalidade jurídica para atingir o patrimônio dos investidores anjos, primeiro porque expressamente vedado pela LC 155/2016, e segundo porque o contrato de participação não cria qualquer sujeito de direito entre eles e, portanto, não há personalidade jurídica a ser desconsiderada⁷⁰.

De acordo com a análise acima, a desconsideração da personalidade jurídica é autorizada nas situações em que há abuso dessa personalidade, justamente para transferir a responsabilidades àqueles praticantes de tal abuso. Ora, se o investidor anjo não é sócio da *startup*, não pratica atos de gestão e administração, não participa na tomada de decisões, não tem ingerência sobre o patrimônio da *startup*, por óbvio este nunca será o responsável pela má utilização da personalidade jurídica da *startup*, tanto na hipótese de desvio de finalidade, quanto na hipótese de confusão patrimonial.

Uma questão que pode ser levantada, entretanto, é como ficaria a responsabilidade dos investidores anjos caso estes, contrariamente ao que determina a lei, passem a atuar de forma ativa na gestão e administração da empresa – através de uma deturpação da atividade de mentoria. Muito embora vedado por lei, poderão ocorrer situações em que o investidor anjo atue de forma mais próxima à *startup*, distorcendo o real objetivo do contrato de participação.

Nesses casos, pode-se pensar em eventual responsabilização do investidor anjo, visto que, nestas situações, poderá ele ser responsável por atos de abuso de personalidade, visto que estaria no comando da *startup* juntamente com os empreendedores. Há uma forte probabilidade de que, nestas situações, os investidores anjos tenham o seu patrimônio pessoal responsabilizado em eventuais casos de desconsideração da personalidade jurídica. Entretanto, somente a prática dos tribunais, ao longo da aplicação da LC 155/2016, poderá delimitar em quais situações isto irá ocorrer.

Tal situação acaba se tornando ainda mais problemática levando-se em consideração o entendimento da Justiça do Trabalho sobre a responsabilidade dos sócios, em que estes acabam se tornando garantidores universais da sociedade, mesmo que contrariamente ao que preconiza o Código Civil. Se considerarmos que os investidores anjos possuem uma figura

⁷⁰ GARRIDO, Luiz Gustavo. A (ir)responsabilidade do investidores anjos. Disponível em: < <https://jota.info/colunas/up-direito-das-startups/a-irresponsabilidade-do-investidor-anjo-08052017> > Acesso em: 25 Out. 2017.

mais ativa perante as *startups* – ainda que não sejam administradores, a probabilidade é grande de que estes respondam com o seu patrimônio pessoal em causas trabalhistas, ainda que a LC 155/2016 determine de forma expressa em sentido contrário.

Entretanto, tais situações acima expostas dependem da utilização da figura do contrato de participação e sua problematização perante os tribunais, que ajudarão a delimitar essas questões em aberto através das soluções encontradas. Por ora, da análise da letra da lei, os investidores anjos não serão responsáveis por dívidas da *startup*, inclusive na hipótese de eventual recuperação judicial da *startup*.

5. O DIREITO DE RESGATE DO INVESTIDOR ANJO

O direito de resgate do investidor anjo nada mais é do que a forma como será contabilizada e liquidada a participação do investidor anjo na *startup* quando este optar por reaver os investimentos realizados na *startup*, pondo um fim à sua relação com a *startup*.

Conforme definido pela LC 155/2016 no parágrafo 7º do artigo 61-A, além das regras ali postas, o direito de resgate do investidor anjo também obedecerá ao disposto no art. 1.031 do Código Civil, que trata da apuração de haveres no caso de resolução da sociedade em relação a apenas um sócio, conforme termos abaixo:

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

§ 1o O capital social sofrerá a correspondente redução, salvo se os demais sócios suprirem o valor da quota.

§ 2o A quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário.

Muito embora o artigo 1.031 do Código Civil seja destinado aos sócios, a LC 155/2016 instituiu a sua aplicação no caso de resgate dos investidores anjos, conforme será visto neste capítulo, por questões procedimentais.

5.1. DA APURAÇÃO DOS HAVERES NOS TERMOS DO ARTIGO 1.031 DO CÓDIGO CIVIL

No Código Civil de 1916, a apuração dos haveres de um sócio e sua liquidação era denominada “dissolução parcial da sociedade”. Entretanto, atualmente, a retirada de um sócio não é mais entendida como uma dissolução da sociedade – ainda que parcial, mas sim, uma liquidação parcial do patrimônio social equivalente à parte que pertence àquele sócio. Isso porque, com a retirada do sócio, a sociedade não deixará de funcionar, tampouco encerrará suas atividades.⁷¹

⁷¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 3.ed. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2010. p. 266.

A apuração dos haveres e consequente liquidação da quota de um sócio tem como característica, basicamente, dois fatores: a retirada do sócio e a continuação da sociedade. Nas palavras de Marlon Tomazette⁷², “para a apuração de haveres, são necessárias a dissolução do vínculo de um sócio em relação à sociedade e a manutenção da sociedade.”

Após a manifestação de vontade no sentido de se retirar da sociedade, o sócio retirante torna-se credor da sociedade – deixa de ser sócio e torna-se credor, surgindo então o direito de exigir a apuração de haveres correspondente à sua quota, enquanto que, para a sociedade, nasce o dever de proceder na apuração e efetuar o pagamento do valor correspondente⁷³.

Entretanto, essa situação não significa que, obrigatoriamente, o sócio retirante terá valores a receber da sociedade. Isso porque, conforme bem salienta o autor, se as dívidas forem iguais ou superiores ao patrimônio da sociedade, há possibilidade de serem abatidas proporcionalmente da quota social e inexistir valor a ser recebido, ou até mesmo que o sócio fique obrigado a satisfazê-las de modo subsidiário⁷⁴.

Essa apuração pode ser feita com base em previsão contratual – no contrato de participação, no caso do investidor anjo, ou, em sendo o contrato omissivo, conforme determinação na lei.

Nos termos do artigo 1.031 do Código Civil, a quota do sócio corresponderá ao “montante efetivamente realizado”, ou seja, ao valor que eventualmente este sócio tenha integralizado no capital social. Nesse sentido, caso tenha integralizado um valor a menor, terá direito somente a esta parcela a menor integralizada, e não ao total previsto em contrato.

Para a aferição desse montante, será utilizada “a situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado”. Esse balanço difere-se do balanço patrimonial geral, porque, além de ser levantado com base em um momento específico, também tem um modo especial de ser elaborado.

⁷² TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial. Teoria Geral e Direito Societário. Volume 1. 6ª Edição. São Paulo. Atlas. 2014. P. 327.

⁷³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 3.ed. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2010. p. 268.

⁷⁴ Ibid. p. 268.

Quanto ao momento da aferição, este depende do prazo da sociedade: se por prazo determinado ou por prazo indeterminado.

No caso de sociedade por prazo determinado, não se admite a retirada imotivada do sócio, podendo esta ser feita somente por meio de ação judicial que comprove a justa causa da retirada. Nessa situação, considera-se como momento de retirada do sócio a data de ajuizamento da ação, sendo que o balanço, nestes casos, deverá ser feito com base nesta data.⁷⁵

Já no caso de sociedade por prazo indeterminado, há possibilidade de retirada imotivada do sócio mediante notificação a ser enviada à sociedade com antecedência de 60 dias – caso não previsto de forma diversa no contrato social, a qual será considerada como marco final da condição de sócio e data base para a elaboração do balanço.⁷⁶

Em relação ao modo de elaboração, os bens da sociedade devem sofrer reajuste conforme situação de mercado (por exemplo, avaliar imóveis, utilizar preço de cotação do mercado, etc.). Ainda, nessa contabilização também entrarão os bens intangíveis da sociedade, como a marca, a denominação social, as invenções, o fundo de comércio, entre outros.⁷⁷

Efetuada a apuração de haveres, a quota do sócio poderá ser liquidada. A liquidação é o momento em que se transformam os direitos patrimoniais abstratos do sócio em uma prestação pecuniária exigível⁷⁸. Ato contínuo, serão realizados todos os atos necessários para a transformação da quota apurada em um valor líquido, para que então o sócio possa receber os valores correspondentes.

E, nos termos do §2º do artigo 1.031 do Código Civil, o pagamento deverá ser realizado dentro do prazo de 90 dias, em dinheiro, caso não exista previsão contratual em contrário.

⁷⁵ TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial. Teoria Geral e Direito Societário. Volume 1. 6º Edição. São Paulo. Atlas. 2014. p. 323.

⁷⁶ Ibid. p. 323.

⁷⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 3.ed. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2010. p. 269.

⁷⁸ Ibid. p. 267.

5.2. DO DIREITO DE RESGATE DO INVESTIDOR ANJO CONFORME A LC 155/2016

A apuração de haveres, nos termos do Código Civil, é figura essencialmente pertencente ao direito societário, visto que regula a avaliação e posterior liquidação da participação societária de determinado sócio.

Entretanto, conforme amplamente salientado neste trabalho, o investidor anjo, seja por lei, seja pela própria prática comercial, não possui características de sócio e não pode ser considerado como tal. Nesse sentido, faz-se aqui um paralelo entre a previsão do Código Civil e a relação entre investidor anjo e *startup*.

Embora o investidor anjo não contribua para o capital social e não integre o quadro societário da *startup*, sua participação, por meio de aportes de capital, se assemelha a de um sócio. Nesse sentido, o resgate dos investimentos realizados pelo investidor anjo na *startup* – isto é, o encerramento da sua relação com a *startup* e consequente devolução dos valores eventualmente aportados, se assemelha bastante ao direito de resgate de um sócio, situação em que este pretende deixar o quadro societário e receber os valores investidos por ele no capital social.

O primeiro ponto que merece destaque é de que o direito de resgate é permitido somente após decorridos, no mínimo, 2 anos da realização do investimento pelo investidor anjo, nos termos do §7º do artigo 61-A da LC 155/2016. Tal dispositivo permite, também, que as partes estabeleçam prazo maior no contrato de participação.

Essa previsão é uma proteção à *startup*, visto que a empresa depende do capital aportado pelo investidor anjo para poder alavancar suas atividades. Por óbvio, ao receber tal aporte, a *startup* faz o seu planejamento financeiro e de alocação de recursos, contando com os valores recebidos por meio do investimento. A retirada abrupta desses investimentos, em um curto prazo de tempo, certamente impactará nos negócios da *startup* e, por isso, a lei assegura que os investimentos fiquem disponíveis à *startup*, pelo menos, por um período de 2 anos.

Além disso, o resgate do investidor obriga que a startup faça um pagamento a este. Sendo assim, esse prazo de 2 anos também é uma proteção contra a descapitalização da empresa. Levando em consideração que empresas *startups* estão iniciando o seu desenvolvimento e, por isso, possuem poucos recursos disponíveis e grande parte do seu capital empenhado na sua atividade, a retirada de um investidor pouco tempo após o seu investimento pode, muito provavelmente, levar a empresa ao endividamento. Assim, esse prazo também possibilita que a empresa comece a se empenhar no desenvolvimento de sua atividade principal e comece a gerar recursos próprios ou que, pelo menos, obtenha novos investidores.

Ainda, o direito de resgate do investidor obedece às regras de apuração dos haveres prevista no artigo 1.031 do Código Civil. Conforme visto acima, a apuração de haveres exige que seja feito um balanço especial, com atualização dos valores dos bens da sociedade, e contabilização dos seus bens intangíveis, como marca, logotipo, patentes, entre outros.

No caso da retirada de um investidor anjo, deve-se fazer a avaliação da *startup* de acordo com estas categorias. Em outras palavras, é preciso uma avaliação especializada capaz de identificar qual o real valor da *startup* considerando todo o conjunto. Tal avaliação é de extrema importância, visto que as *startups*, principalmente, podem ter um valor de mercado bastante alto, sem sequer possuir um ativo em seus bens, ou, até mesmo, um valor a menor do esperado.

Muitas vezes, a tecnologia criada pela *startup*, o seu nome e a sua marca, são muito mais valiosas que os bens tangíveis da empresa. Levando para um extremo, e tomando-se com exemplo a *startup* mais valiosa, a Uber, avaliada em 51 bilhões de dólares⁷⁹, esta não possui carros, e opera sobre o regime de parceria com os seus motoristas. Nesse sentido, certamente o valor de avaliação de seus bens é muito inferior ao valor de avaliação da Uber como empresa – com a sua marca, influência de mercado, tecnologia.

⁷⁹ O GLOBO. Uber capta US\$ 1 bilhão e se torna a startup mais valiosa do mundo. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/uber-capta-us-1-bilhao-se-torna-startup-mais-valiosa-do-mundo-17043444> > Acesso em: 09 Dez. 2017.

Entretanto, tal situação poderia levar a um extremo, visto que há possibilidade de as *startups* valerem verdadeiras fortunas o que, numa situação de retirada de um investidor, também poderia levar à descapitalização da empresa ou, ao menos, demasiada oneração.

Nesse sentido, a LC 155/2016 limita o resgate dos investimentos ao valor aportado pelo investidor anjo devidamente corrigido, o que permitiria, entretanto, que o investidor anjo recebesse menos que o valor inicialmente aportado, caso se chegue a esta conclusão por meio da avaliação. Ainda, o pagamento deve ser realizado conforme determina o parágrafo 2º do artigo 1.031 do Código Civil – em dinheiro, no prazo de 90 dias, caso não haja previsão contratual em contrário.

Embora, em um primeiro momento, tal situação possa não ser muito atrativa para os investidores, tal dispositivo visa a incentivar justamente que estes investidores permaneçam na *startup* pelo tempo máximo permitido.

Isso porque, enquanto o direito de resgate é limitado ao valor investido, os investidores podem obter retorno com as remunerações, enquanto estes permanecerem com a *startup*. Como visto no Capítulo 3 deste trabalho, as remunerações, embora também sejam limitadas em 50% dos lucros obtidos pela *startup* e por um período de 5 anos, dão uma margem de retorno dos investimentos realizados pelos investidores anjos. Assim, uma *startup* com alto crescimento e geradora de lucros traz resultados mais satisfatórios a seus investidores.

Sendo assim, o objetivo da lei é justamente fazer com que estes investidores anjos permaneçam o máximo de tempo possível com a *startup*, visto que a sua maior possibilidade de remuneração e retorno de investimentos é através das remunerações, e não do resgate. Tal previsão certamente vai ao encontro do que preconiza a lei, no sentido de proteger e incentivar o desenvolvimento dessas empresas.

Por outro lado, os investidores anjos também não ficam desamparados, eis que podem obter retorno financeiro por meio das remunerações e, no caso de sua retirada, podem receber o valor investido devidamente corrigido.

6. O DIREITO DE PREFERÊNCIA E DE VENDA CONJUNTA DO INVESTIDOR ANJO NO CASO DE VENDA DA *STARTUP*

Nos termos do artigo 61-C abaixo, na hipótese de o empreendedor decidir pela venda da *startup*, o investidor anjo terá direito de preferência para aquisição da participação societária ou, ainda, se preferir, poderá optar pela venda conjunta, mais conhecida como *tag along*:

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

Ambas as figuras são bastante comuns no direito societário, e acabam sendo transplantadas para o contrato de participação.

6.1. O QUE É O DIREITO DE PREFERÊNCIA?

O direito de preferência, conforme definição dada por Pontes de Miranda⁸⁰, é um direito por meio do qual se permite a um dos contratantes ingressar no lugar de um terceiro na relação jurídica estabelecida entre elas, conforme definição que segue:

CONCEITO DE DIREITO DE PREFERÊNCIA – A outorga de direito de preferência, em contrato de compra-e-venda, ou noutro negócio jurídico, dá ao outorgado o direito de, se o outorgante o vai alienar a terceiro, se substituir ao terceiro, nos mesmos termos em que o terceiro iria adquirir o bem.

Conforme defende o autor, o direito de preferência cria uma relação jurídica entre duas partes, por meio de uma manifestação de vontade, baseada em conteúdo pertencente entre outro contraente e um terceiro, nas suas palavras⁸¹:

Trata-se de direito formativo gerador, com o qual se cria relação jurídica de compra-e-venda mediante declaração unilateral de vontade, com o conteúdo que seria o de outro contrato de compra-e-venda entre o outro contraente e terceiro.

E, ainda, por mais que o autor mencione o contrato de compra e venda, ele salienta que o direito de preferência seria aplicável ao “direito vendível”, ou seja, direitos que envolvem posse e propriedade, segundo sua definição⁸².

⁸⁰ MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte especial, t.XXXIX: Direito das Obrigações: Compra-e-venda. Troca. Contrato Estimatório. Rio de Janeiro. Editor Borsoi, 1962. p. 203.

⁸¹ Ibid. p. 204.

⁸² Ibid. p. 204.

Além dessa característica essencial, o direito de preferência, segundo defende Ivo Waisberg, exige outras duas condições: a existência de um terceiro e a paridade de condições.⁸³

Em primeiro lugar, exige a existência de um terceiro justamente porque não se trata de um direito primário, mas de um direito em conflito com demais, em concorrência com outro.⁸⁴ Em segundo lugar, exige a paridade de condições porque os interesses estão equilibrados, porque as mesmas condições oferecidas ao terceiro devem ser oferecidas aos demais.⁸⁵

Sendo assim, temos como definição trazida por Ivo Waisberg que, o direito de preferência é “o direito que uma parte (o outorgante ou concedente) outorga a outrem (o outorgado ou preferente) para, se desejar e em condições de igualdade com terceiro, celebrar eventual futuro contrato no lugar deste”.⁸⁶

Nas palavras de Carla Wainer Chalhó Lgow⁸⁷, e tomando-se como exemplo um contrato de compra e venda, em realidade, mesmo que o vendedor tenha decidido alienar o bem, e mesmo que haja uma pessoa interessada na compra desse bem, existindo previsão de direito de preferência, essa situação não passa de uma mera expectativa, um convite, uma proposta de alienação. Inexistindo um terceiro disposto a contratar nas mesmas condições, então, pode-se dizer que haverá um contrato entre o vendedor e o comprador.

6.2. TAG ALONG

O direito conhecido como *tag along* nada mais é do que, literalmente, o “juntar-se a”, sendo, portanto, um “direito de acompanhar”. Originalmente, este direito está previsto no caput artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, que determina a obrigatoriedade do adquirente de uma sociedade anônima aberta fazer oferta às ações dos acionistas minoritários na proporção de, pelo menos, 80% do valor das ações dos majoritários:

⁸³ WAISBERG, Ivo. Direito de Preferência para a Aquisição de Ações – Conceito, Natureza Jurídica e Interpretação. São Paulo. Quarter Latin. 2016. P. 39.

⁸⁴ Ibid. p.39

⁸⁵ Ibid. p. 40.

⁸⁶ Ibid. p.41.

⁸⁷ LGOW, Carla Wainer Chalhó. Direito de Preferência. São Paulo. Atlas. p. 65.

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Com isso, o direito de *tag along* é um meio de proteção dos acionistas minoritários, além de ser um mecanismo de proteção de interesses de diversos grupos quando da alienação do controle de uma companhia⁸⁸.

Isso porque, conforme defende Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa⁸⁹, o direito de *tag along* protege não somente os minoritários, que tem o direito de acompanhar os acionistas controladores da companhia na sua venda, e com isso não precisam se sujeitar a um novo controlador desconhecido, mas também o próprio adquirente da companhia, que eventualmente poderia ter que lidar com uma minoria de acionistas problemática.

Assim, o direito de *tag along* age como um facilitador do negócio, sendo também benéfico para os acionistas controladores que estão vendendo a companhia, porque permite que este aliene o controle da companhia sem maiores dificuldades⁹⁰.

Frisa-se, entretanto, que a própria lei delimita este direito aos acionistas “detentores de voto de propriedade”, que são os acionistas detentores de ações ordinárias, visto que esta é a classe de ações concede o direito de voto.

Embora seja um direito previsto na Lei das Sociedades Anônimas, nada impede a sua aplicação às sociedades limitadas, e tal previsão é bastante comum em acordos de sócios. Obviamente, a previsão do *tag along* para sociedades limitadas, embora inspirado na Lei das Sociedades Anônimas, é adaptado para a realidade das sociedades limitadas, visto que essas não possuem “ações”, e sim quotas, e não existem na modalidade de capital aberto.

Entretanto, ainda que aplicado às sociedades limitadas com algumas adaptações, o direito ao *tag along* mantém a sua essência no sentido de permitir ao sócio com menor quantidade de quotas acompanhar os quotistas majoritários quando da venda da sociedade.

⁸⁸ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006. p. 165.

⁸⁹ Ibid. p. 166.

⁹⁰ Ibid. p. 166.

6.3. A APLICAÇÃO DO DIREITO DE PREFERÊNCIA E DO *TAG ALONG* AO CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

Embora o investidor anjo não possa ser considerado como sócio da *startup*, dada a sua posição perante o empreendedor, geralmente este está em situação de vulnerabilidade, visto que o empreendedor é responsável pela administração e tomada de decisões dentro da *startup*.

Nesse sentido, a posição do investidor anjo se assemelha bastante a dos acionistas minoritários e/ou sócios detentores da menor parcela de quotas, visto que estes também não detém o poder decisório dentro de uma companhia ou sociedade – embora o possam ter quando da junção de diversos outros acionistas ou sócios na mesma condição.

Sendo assim, o direito de preferência e o direito de *tag along* reconhecidos ao investidor anjo por meio do artigo 61-C da LC 155/2016, são uma forma de proteção dos interesses dos investidores anjos no caso de o empreendedor decidir pela venda da *startup* – ou seja, pela venda da sua participação societária.

Em relação ao direito de preferência, caso o empreendedor decida vender sua participação societária a terceiros, fica assegurado ao investidor anjo o direito de adquirir esta participação societária, em iguais condições às oferecidas ao terceiro.

Se optar por exercer o seu direito de preferência, adquirindo quotas da *startup*, o investidor anjo passa da condição de mero investidor que, conforme citado diversas vezes neste trabalho, não possui participação societária, à sócio da *startup*. Com isso, o investidor anjo torna-se uma figura muito mais ativa dentro da *startup*, visto que, como sócio, ele adquire obrigações e direitos inerentes aos sócios.

Já em relação ao direito de *tag along*, este lhe é benéfico quando da situação de venda da *startup*, e este não pretende adquirir a participação societária, mas resgatar seus investimentos.

Isso porque, ao investir o seu capital em uma *startup*, justamente por este ser considerado um investimento de risco, espera-se que o investidor anjo faça uma apuração das

condições atuais da *startup*, levando em consideração, principalmente, o empreendedor que está por trás da ideia.

Em uma pesquisa realizada no ano de 2007 entre os membros da Tech Coast Angels (TCA), considerada a maior organização de investidores anjos dos Estados Unidos naquela época, e localizada na Califórnia, descobriu-se que o time montado pelo empreendedor para alavancar as atividades estava entre os 4 maiores fatores que influenciavam na *due diligence* pessoal realizada pelos investidores anjos.⁹¹

Não faria sentido o investidor anjo investir parcela de seu capital se este não acreditasse que o negócio poderia dar certo e, principalmente, se esse não confiasse no empreendedor que irá desenvolver a atividade.

E, como consequência disso, o investidor decide investir na *startup* tendo em vista as condições presentes no momento do aporte. Ora, caso ao longo da relação existente entre a *startup* e o investidor anjo esta seja vendida para um terceiro, o cenário de risco pode ser alterado completamente, visto que a *startup* estará sob novas diretrizes.

E, justamente nesse sentido, a lei prevê a possibilidade de o investidor anjo acompanhar o empreendedor nessa venda, por meio do direito de *tag along* – ou, conforme define a LC 155/2016, por meio do “direito de venda conjunta de titularidade”. Por inexistir participação societária a ser vendida, o investidor não estaria vendendo suas quotas ou ações, mas, de certa forma, teria alguém para “cobrir” os investimentos realizados por ele.

Muito provavelmente essa situação seria semelhante ao direito de resgate do investidor anjo, visto que, em realidade, este estaria resgatando os seus investimentos da *startup* e, em contrapartida, inserindo um terceiro em seu lugar para cobrir estes investimentos. Portanto, pode-se pensar que, aos moldes do direito de resgate, o investidor anjo poderia receber o valor de seus investimentos devidamente corrigidos. Porém, ao invés de receber este valor diretamente da *startup*, receberia através de um terceiro disposto a assumir o seu lugar.

⁹¹ SUDEK, Richard. Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy*. Fall 2006/Winter 2007. v. 17. n. 2. p. 89.

7. CONCLUSÃO

Da análise das questões acima, fica nítido que, de uma maneira geral, a LC 155/2016, no tocante à regulação do investidor anjo, está no caminho de atingir o objetivo ao qual se propõe: incentivar a atividade das *startups*, no sentido de fomentar as atividades de inovação e o desenvolvimento produtivo.

Isso porque, até o momento atual, os investidores anjos careciam de regulamentação na legislação brasileira, e ficavam à mercê de entendimentos diversos sobre o seu papel diante da *startup* – se de sócio, ou de mero investidor. Seu papel poderia ser mal interpretado pelo fato de que, além de aportar capital, o investidor anjo também fornece mentoria à *startup* e, portanto, possui uma relação mais estreita com o empreendedor e participa mais ativamente nas decisões se comparado a um investidor comum. Tal situação, obviamente, pesava de forma negativa na análise de riscos sobre o investimento, o que poderia levar a um desestímulo daqueles investidores mais conservadores.

Com as alterações trazidas pela LC 155/2016 são instituídas regras para a relação existente entre os investidores anjos e as *startups* que, ainda que não sejam postas de forma extensa e detalhada, delimitam o papel do investidor anjo e a maneira como serão realizados os investimentos, trazendo-lhe maior proteção.

A LC 155/2016 deixa claro que esta relação não tem cunho societário: o investidor anjo não será considerado sócio da empresa, tampouco terá responsabilidade similares a de um sócio, e o seu investimento também não integrará o capital social da *startup*. Conforme visto ao longo deste trabalho, o investidor anjo não tem interesse na participação societária, mas no retorno de seus investimentos, e também não age como se sócio fosse, dadas as peculiaridades de sua relação com a *startup*.

Ainda, a lei delimita a forma como ocorrerão as remunerações aos investidores anjos e o cálculo dos valores que deverão ser pagos ao investidor anjo no caso de resgate dos investimentos realizados, buscando evitar a descapitalização da *startup* e, por consequência, proteger a atividade por ela desenvolvida. Por outro lado, há também na LC 155/2016 previsões protetivas aos investidores anjos, como o direito de preferência e a possibilidade de *tag along* no caso de venda de participação societária da *startup*.

Nesse sentido, analisando os pontos regulados pela LC 155/2016, percebe-se que os artigos ali inseridos estão no caminho de fomentar os investimentos em *startups*, visto que pretendem estabelecer um norte para a relação jurídica existente entre os investidores anjos e a *startup*.

Não se pode dizer que o objetivo de fomento à atividade foi atingido de forma satisfatória, visto que foram incluídos alguns poucos artigos, e estes são bastante genéricos. Ademais, importante recordar que a LC 155/2016 é uma lei de cunho tributário e, tomando a lei como um todo, não tem a finalidade de criar um novo tipo de relação jurídica e regulamentá-la. Nesse sentido, a LC 155/2016 limita-se a alguma diretrizes sobre os investidores anjos e seus aportes de capital.

Por outro lado, também não podemos desconsiderar completamente a evolução legislativa trazida pela inclusão dos artigos 61-A ao 61-D na LC 155/2016, que demonstra uma mudança de pensamento de nossa sociedade no sentido de regulamentar figuras que, até pouco tempo atrás, pareciam estar distantes da nossa realidade e pertencerem somente ao direito estrangeiro.

Ainda que de forma bastante singela, os artigos 61-A ao 61-D estabelecem regras para uma nova modalidade de investimentos, que irá ocorrer por meio do contrato de participação, conforme definições trazidas pela lei. Importante recordar que, nos termos da justificativa dada pelos deputados para a inclusão de tal regulamentação, este era um anseio dos próprios *players* do mercado. Portanto, a LC 155/2016, refletindo uma necessidade de mercado, cria mais uma possibilidade de investimentos em startups, que pode ser um atrativo para novos investidores.

Por ser bastante recente, ainda não há dados concretos capazes de demonstrar se, efetivamente, a LC 155/2016 está gerando o efeito esperado de aumento dos investimentos ou aumento de capital investido. Porém, é muito provável que, com a regulamentação de alguns pontos principais – como, por exemplo, a definição da responsabilidade dos investidores dentro da relação com a *startup*, os investimentos gradativamente aumentem.

Portanto, ainda que a legislação não seja minuciosa em seu conteúdo, deixando diversos pontos em abertos que podem servir de alerta aos investidores anjos, e considerando o fato de que, muitas das disposições da LC 155/2016 são voltadas unicamente à proteção da *startup* – como por exemplo, as limitações de valores de remuneração, pode-se afirmar que a lei cumpriu com o seu objetivo de fomentar as atividades produtivas e de inovação, realizadas pelas *startups*, ainda que de forma tímida.

Somente a prática dos mercados poderá nos informar com maior precisão quais os ajustes deverão ser feitas na legislação e quais as regras deverão ser incluídas para que a esta seja cada vez mais atrativa e favorável aos investimentos. Porém, por ora, a legislação cumpre o papel a que foi proposta.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. Tudo que você precisa saber sobre startups. Associação Brasileira de Startups. Disponível em: < <https://abstartups.com.br/2017/07/05/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-startups/>> Acesso em: 15 Out. 2017.

ACE. O que é uma startup? Disponível em: < https://goace.vc/o-que-e-uma-startup/?utm_content=45081493&utm_medium=social&utm_source=facebook> Acesso em: 15 Out. 2017.

ANJOS DO BRASIL. Investimento anjo no Brasil tem potencial de 1.7 bilhão. Anjos do Brasil. Disponível em: < <http://blog.anjosdobrasil.net/2016/07/investimento-anjo-no-brasil-tem.html>> Acesso em: 15 Out. 2017.

_____. O que é um investidor-anjo. Disponível em: < <http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>> Acesso em: 01 Out. 2017.

_____. Lei 10.406 de 10 de Janeiro de 2002. Planalto. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm> Acesso em: 09 Dez. 2017.

_____. Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Planalto. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm> Acesso em: 09 Dez. 2017.

_____. Lei Complementar 155 de 27 de Outubro de 2016. Planalto. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp155.htm> Acesso em: 20 Dez. 2017.

_____. Projeto de Lei Complementar 246 de 10 de Março de 2016. Planalto. Justificativa. Páginas 2 e 3. Disponível em: < <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2079334>>. Acesso em: 24 Set. 2017.

_____. Projeto de Lei Complementar 25 de 15 de março de 2007. Planalto. Parecer ao projeto de Lei Complementar nº 25, de 2007 (apensos os Projetos de Lei Complementar nº379/08, 415/08, 467/09, 489/09, 507/09, 523/09, 534/09, 550/10, 556/10, 577/10, 6/11, 8/11, 12/11, 21/11, 43/11, 60/11, 79/11, 104/11, 139/12, 256/13, 317/13, 329/13, 418/14, 433/14, 444/14, 448/14, 44/15 E 48/15). Páginas 16 e 17. Disponível em: < <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=344866>>. Acesso em: 24 Set. 2017.

CHRISTENSEN, Clayton M.; RAYNOR, Michael E.; MCDONALD, Rory. What is Disruptive Innovation? Disponível em: < <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>> Acesso em: 09 Dez. 2017.

DIB, Adriano Abrão. Venture Capital após a Instrução Normativa CVM 578/2016 e Alterações na Lei do Simples Nacional: Desafios ainda existentes. Revista de Direito Recuperacional e Empresa. Vol. 4/2017, Abr - Jun /2017. DTR\2017\1681.

DINIZ, Maria Helena. Lições de Direito Empresarial. São Paulo. Saraiva. 2011.

DUTON, Rafael. Pequena empresa ou startup: você escolhe. Disponível em: < <https://endeavor.org.br/pequena-empresa-ou-startup-voce-escolhe/>> Acesso em: 15 Out. 2017.

ENDEAVOR. Capital, experiência e relacionamento: com um investidor anjo, sua empresa está sempre bem acompanhada. Disponível em: < <https://endeavor.org.br/investidor-anjo/> > Acesso em: 01 Out. 2017.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Manual de direito comercial. Volume 1: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 2. Ed rev., atual. e ampl. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2004.

GARRIDO, Luiz Gustavo. A (ir)responsabilidade do investidores anjos. Disponível em: < <https://jota.info/colunas/up-direito-das-startups/a-irresponsabilidade-do-investidor-anjo-08052017> > Acesso em: 25 Out. 2017.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 3.ed. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2010.

Instituto IBMEC. O que é venture capital. Disponível em: < <http://ibmec.org.br/geral/o-que-e-venture-capital/> > Acesso em: 25 Out. 2017.

KPMG. Venture Pulse Q4 2016. Global analysis of venture funding. Disponível em: < <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/01/venture-pulse-q4-2016-report.pdf>> Acesso em: 09 Dez. 2017.

LGOW, Carla Wainer Charléo. Direito de Preferência. São Paulo. Atlas.

MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte especial, t.XXXIX: Direito das Obrigações: Compra-e-venda. Troca. Contrato Estimatório. Rio de Janeiro. Editor Borsoi, 1962.

O GLOBO. Uber capta US\$ 1 bilhão e se torna a startup mais valiosa do mundo. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/uber-capta-us-1-bilhao-se-torna-startup-mais-valiosa-do-mundo-17043444> > Acesso em: 09 Dez. 2017.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil: Contratos. Declaração Unilateral de Vontade e Responsabilidade Civil. 19 ed. Rio de Janeiro. Forense, 2015.

POTENZA, Guilherme Perez. Regulando a inovação: o crowdfunding e o empreendedorismo brasileiro. Revista de Direito Empresarial | vol. 15/2016 | p. 69 - 107 | Maio - Jun / 2016. DTR\2016\17346.

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial: de acordo com a Lei n. 11.101, de 9-2-2005 (nova Lei de Falências), 1º volume. 27º ed. Ver. E atual. Por Rubens Edmundo Requião. São Paulo. Saraiva, 2007.

SCALZILLI, João Pedro. Confusão Patrimonial no Direito Societário. São Paulo. Quarter Latin, 2015. P. 68 a 70.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. Sociedade em Conta de Participação. São Paulo. Quartier Latin, 2014.

SEBRAE NACIONAL. Entenda o que é smart money. Disponível em: < <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/entenda-o-que-e-smart-money,905813074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>> Acesso em: 01 Out. 2017.

SPINA, Cassio A. Investidor Anjo – Como Conseguir Investimento para o Seu Negócio (atualizado com a Lei Complementar 155/2016). 2011. Edição Kindle. Posição 294.

STARTSE. Investidor-anjo e a sua importância para uma startup. Disponível em: < <https://conteudo.startse.com.br/startups/fcmlaw/importancia-investidor-anjo/>>. Acesso em: 01 Out. 2017.

STARTUPI. A importância da mentoria para a aceleração das Startups. Disponível em: < <https://startupi.com.br/2015/05/a-importancia-da-mentoria-para-a-aceleracao-das-startups-2/>> Acesso em: 27 Dez. 2017.

SUDEK, Richard. Angel Investment Criteria. Journal of Small Business Strategy. Fall 2006/Winter 2007. v. 17. n. 2. p. 89.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial. Teoria Geral e Direito Societário. Volume 1. 6ª Edição. Atlas, 2014.

TOZETTO, Claudia. Número de startups brasileiras cresce 18;5% em seis meses. Estadão. Disponível em: < <http://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,numero-de-startups-brasileiras-cresce-185-em-seis-meses,10000028610>> Acesso em: 15 Out. 2017.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Volume 2. Malheiros Editores, 2006.

_____. Curso de Direito Comercial. Volume 1. 2 ed. Malheiros Editores, 2008.

WAISBERG, Ivo. Direito de Preferência para a Aquisição de Ações – Conceito, Natureza Jurídica e Interpretação. São Paulo. Quarter Latin. 2016.

WALL STREET JOURNAL. The Billion Dollar Startup Club. Disponível em: < <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/>>. Acesso em: 09 Dez. 2017.

WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. Angel Finance: the other venture capital. Strategic Change. v.18. 2009. p. 221-230.