

REVISTA

# DIREITO, INOVAÇÃO E REGULACÕES

I. DOUTRINA NACIONAL

3

**O INVESTIDOR ANJO E A UTILIZACÃO DA SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPACÃO COMO FORMA DE INVESTIMENTO NAS STARTUPS**

**THE ANGEL INVESTOR AND THE USE OF THE PARTICIPATION PARTNERSHIP AS A FORM OF INVESTMENT IN STARTUPS**

*Cesar Calo Peghini<sup>1</sup>*

*Renata Ramos Carrara Pereira<sup>2</sup>*

---

1 César Calo Peghini. Pós-doutorando em Direito pela Università degli Studi di Messina, Itália. Doutor em Direito Civil - PUC/SP. Mestre em Função Social do Direito - FADISP. Especialista em Direito do Consumidor - Universidade de Castilla-La Mancha, Espanha. Especialista em Direito Civil - ITE. Especialista em Direito Civil e Processo Civil - EPD. Graduado em Direito - FMU. Professor titular do mestrado em Direito e cursos de pós-graduação lato sensu - EPD. Professor convidado no curso de pós-graduação lato sensu em Direito Civil - Universidade Presbiteriana Mackenzie. Membro fundador e diretor de eventos - IBDCont. Associado e diretor de eventos - IBDFAM/SP. Associado BRASILCON. Advogado e consultor jurídico. cesar\_peghini@hotmail.com.

2 Renata Ramos Carrara Pereira. Mestranda em Soluções Alternativas de Controvérsias Empresariais - EPD. Mestranda em Direito - FADISP. Especialista em Direito Notarial e Registral - Instituto Damásio de Direito. Especialista em Direito Público - Universidade Anhanguera - Uniderp. Graduada em Direito - PUC-SP. Titular do Oficial de Registro Civil das Pessoas Naturais e de Interdições e Tutelas da Sede da Comarca de Capivari-SP. renatacarrara@gmail.com

PEGHINI, Cesar Calo; PEREIRA, Renata Ramos Carrara. **O investidor anjo e a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento nas startups.** Revista Direito, Inovação e Regulações - Centro Universitário de Cascavel (UNIVEL). Cascavel. Jan. 2022; V. 1 (1): 55-80. DOI 10.5281/zenodo.14064346

## RESUMO

O presente artigo tem por objetivo analisar uma das formas de investimento de que os investidores anjos podem se utilizar para a realização de investimento nas *startups*, a sociedade em conta de participação. Para tanto, inicialmente será tratado das *startups*, de seu conceito, sua configuração e como se dá seu desenvolvimento, bem como das causas que as levam a um fim precoce, o que está muito relacionado à dificuldade de captação de recursos. Nesse cenário, passa-se a tratar do investimento anjo, quais suas características e sua importância para as *startups* em fases iniciais, sendo muitas vezes considerados essenciais para o sucesso dessas empresas nascentes. Por fim, serão tratados dos aspectos das sociedades em conta de participação e como se dá sua utilização pelos investidores anjos e *startups* na concretização de investimentos, bem como, serão apontadas as vantagens da utilização dessa forma de investimento e as cautelas que, tanto os investidores, quanto as *startups*, devem ter na sua utilização.

**Palavras-chave:** Direito empresarial. Investimento anjo. Startups. Sociedade em conta de participação.

## ABSTRACT

This paper aims to analyze one of the forms of investment that angel investors can use to invest in startups, the *participation account partnership*. To this end, it will initially present startups, their concept, their configuration and how they develop, as well as the causes that lead them to an early death, which is closely related to the difficulty of raising funds. Given this scenario, we move on to the angel investment topic, what are its characteristics and its importance for startups in their early stages, often being considered essential to the success of these nascent companies. Finally, the aspects of *participation account partnerships* and how they are used by angel investors and startups to make investments will be addressed, as well as the advantages of using this form of investment and the precautions that both investors and startups should take in their use.

**Keywords:** Business law. Angel investment. Startups. Participation account partnership.

## INTRODUÇÃO

A Constituição Federal de 1988 traz em seu artigo 3º, os objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil, dentre os quais, consta o objetivo de garantir o desenvolvimento nacional, desenvolvimento esse que deve ser considerado não apenas no aspecto econômico, mas tem este como um de seus atributos.

Para que um país atinja seu desenvolvimento econômico, por sua vez, a inovação surge como elemento essencial. É a partir da inovação que a ordem econômica evolui, e, assim, se desenvolve. O empreendedorismo, portanto, é fator essencial para o desenvolvimento econômico nacional, e nesse cenário se inserem as *startups*.

As *startups* são organizações em estágio inicial de desenvolvimento que têm como principal característica do objeto que buscam realizar a inovação, sendo, portanto, fundamental ao Estado fomentar e estimular a proteção a tais entidades, como realização do objetivo constitucional mencionado, que se configura como um princípio a ser seguido. Esse papel do Estado é essencial, pois as *startups* enfrentam muitos obstáculos na sua evolução, o que na maioria das vezes as levam a um fim precoce.

Uma das razões para a mortalidade precoce das *startups* está na dificuldade de angariar recursos para o desenvolvimento de seus produtos ou serviços, especialmente quando tais empresas se encontram em estágio inicial. É nesse cenário que se destacam os investidores anjo, que, como se verá, possuem grande influência na alavancagem das *startups*, especialmente as que se encontram em estágios iniciais, por meio de seus investimentos que vão além dos aspectos financeiros.

Os investidores anjos se valem de instrumentos de investimento para aportarem recursos nas *startups*, dentre os quais pode-se citar o mútuo conversível em participação societária, o contrato de participação e o estabelecimento de sociedades em conta de participação. Tais instrumentos serão aqui abordados, com ênfase nas sociedades em conta de participação, as quais se mostram adequadas e interessantes para a formalização dos investimentos anjos em *startups* conforme se pretende demonstrar.

Antes de se abordar as formas de investimento pelos investidores anjo nas *startups*, mais especificamente através da sociedade em conta de participação, necessário se faz a compreensão da configuração das *startups*, do conceito e características do investimento anjo, bem como da compreensão da conformação das sociedades em conta de participação, o que se faz a partir de agora.

## 1 AS STARTUPS

Para tratar do investimento anjo, por meio da sociedade em conta de participação nas *startups*, é preciso compreender o que é uma *startup*, no que consiste o investimento anjo e os contornos da sociedade em conta de participação. Ou seja, para a análise da adoção desta forma de investimento por investidores anjos em *startups*, é oportuno compreender quais atividades se enquadrariam nesse ecossistema e as suas características, além de entender o que são os investidores anjos. Passa-se, então, nesse primeiro momento, à compreensão do que seriam as *startups*.

## 1.1 Conceito, características e configuração

A Lei Complementar nº 182/21, que institui o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador, traz em seu artigo 4º o que se entende por *startup*.<sup>1</sup> Tal dispositivo prevê que se enquadra no conceito de *startups* “as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados”.

O mesmo dispositivo, em seu parágrafo 1º, traz a previsão dos parâmetros para o enquadramento dessas organizações como *startups*, impondo o seguinte: um limite de receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00, multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada; o prazo máximo de dez anos de inscrição no CNPJ; por fim, a necessidade de atuação no campo da inovação.

Quanto ao aspecto da inovação, que, como se vê, é requisito essencial para a configuração das *startups*, a Lei 10.973/04 prevê esse conceito, em seu artigo 2º, inciso IV, que remete à Lei Complementar 182/21, nos seguintes termos:

introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho.

Das disposições legais é possível identificar duas características essenciais ao conceito das *startups*: a inovação, conforme já destacado, e o fato de se tratar de atividade recente, em desenvolvimento, ainda não consolidada no mercado.

Contudo, alertam Feigelson, Nybo e Fonseca (2018) que os conceitos adotados pelas diversas legislações, em diferentes países, possuem um viés político. Isso porque, em razão de as *startups* estarem relacionadas ao desenvolvimento econômico, tais legislações adequam o que seria *startup* conforme a finalidade que cada país visa a atingir. Em suas palavras:

Portanto, nota-se que o conceito de “*startup*” pode sofrer variações de acordo com a finalidade a que a conceituação se destina. Como as *startups* têm um apelo de desenvolvimento de tecnologia importante, diversos países passaram a criar conceitos de acordo com a política pública que desejam estimular. Por outro lado, a conceituação do termo “*startup*” para fins regulatórios pode ter outro significado, estando menos sujeito aos objetivos de políticas públicas. (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p.13)

---

<sup>1</sup> Art. 4º São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

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

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesse milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

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

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

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

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

§ 2º Para fins de contagem do prazo estabelecido no inciso II do § 1º deste artigo, deverá ser observado o seguinte:

I - para as empresas decorrentes de incorporação, será considerado o tempo de inscrição da empresa incorporadora;

II - para as empresas decorrentes de fusão, será considerado o maior tempo de inscrição entre as empresas fundidas; e

III - para as empresas decorrentes de cisão, será considerado o tempo de inscrição da empresa cindida, na hipótese de criação de nova sociedade, ou da empresa que a absorver, na hipótese de transferência de patrimônio para a empresa existente.

Assim, outras características são apontadas pela doutrina como elementos essenciais para a configuração das *startups*, que não estão previstos de forma explícita nos dispositivos anteriormente apontados, conforme se verá a seguir.

O Estatuto Social da Associação Brasileira de *Startups* traz, em seu artigo 5º, inciso II, a ideia de *startup* como sendo “empresas nascentes de base tecnológica e de inovação que trabalham em condições de extrema incerteza”. Silva Filho (2019, p. 49), por sua vez, define *startups* como a “empresa de base tecnológica em fase inicial de desenvolvimento, que atua em condições de extrema incerteza, com perfil inovador e possibilidade de crescimento exponencial”.

Segundo Reis (2018), o termo *startup* é utilizado em referência àqueles negócios recém-constituídos, que apresentam baixo custo de manutenção e, em contrapartida, elevado grau de incerteza quanto ao sucesso, visando a atingir um crescimento rápido e apoiando-se na oferta de produtos ou serviços inovadores e com elevado potencial de escalabilidade aos olhos do mercado em que estão inseridos, geralmente utilizando-se da internet ou outras tecnologias inovadoras.

Diante dos conceitos apresentados, pode-se ainda apontar como características das *startups* o ambiente de incerteza no qual tais empresas se desenvolvem, como consequência do próprio caráter inovador da atividade por elas desempenhada, o que faz com que o investimento em *startups* seja considerado de alto risco. Além disso, deve-se destacar o potencial de rápido crescimento e de escalabilidade que essas inovações têm, o que as torna atrativas para os investidores, em que pese o risco que representam.

Fora o caráter inicial, o perfil inovador, a utilização da tecnologia para o desenvolvimento do modelo de negócio, a escalabilidade do produto ou ideia desenvolvidos e o risco que envolvem as *startups*, Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 24-26) ainda apontam como características para a sua identificação: a existência de significativo controle de gastos e custos; a operacionalização do produto ou serviço por meio de um produto mínimo viável; e a necessidade de investimento de terceiros para operação inicial.

Conforme observado, definir um conceito determinado para *startups* não é fácil, o que se deve também por conta de toda a inovação que tais empresas envolvem. Inclusive, defendem Feigelson, Nybo e Fonseca (2018, p. 31) que, na verdade, as *startups* não fariam referência a um novo tipo de empresa, mas sim a “um estado de desenvolvimento”, referindo-se ao estágio inicial de desenvolvimento de uma atividade inovadora, típica das *startups*.

## **1.2 A realidade da mortalidade precoce das *startups* e a dificuldade de captação de recursos**

Conforme já visto, as *startups* trabalham no campo da inovação, logo, não têm um modelo de negócio pré-definido, não se tem conhecimento da reação do mercado frente a tal inovação, de modo que essas empresas são marcadas pela incerteza e pelo risco da atividade. Por outro lado, eventual sucesso dessas empresas pode significar um investimento muito lucrativo a curto prazo, o que desperta o interesse de muitos investidores

Por esse motivo, captar investimento para *startups* é tema de relevante importância, pois pode influenciar na viabilidade ou não do negócio inovador por elas proposto. Especialmente no estágio inicial de desenvolvimento das *startups* o acesso a investidores se torna mais difícil, o que, dentre outros fatores, faz com que muitas *startups* fracassem logo em seu estágio inicial e acabem no que se convencionou a chamar de *vale da morte das startups*. Nas palavras de Silva Filho (2019, p. 43), esse período encontra-se no primeiro estágio de vida da *startups* e consiste nisso:

Período de maior probabilidade de insucesso do empreendimento, em que a ideia do produto já existe, mas falta aos empreendedores “não só o capital financeiro para transformar [a ideia] em um negócio, mas experiência, conhecimento e relacionamentos que potencializem suas chances de sucesso”.

Ainda segundo esse mesmo autor, uma das causas desse baixo volume de investimentos em *startups* no Brasil reside exatamente no alto grau de mortalidade dessas empresas, sendo que 25% delas não passam do primeiro ano de vida e 50% interrompem suas atividades nos quatro primeiros anos de sua criação. (SILVA FILHO, 2019, p.32)

Nesse cenário, ganha destaque a figura do investidor anjo que, como se verá adiante, colabora para alavancar as *startups* através de investimentos financeiros e de mentoria dada às *startups* em fase inicial. Mas antes de tratar especificamente do investidor anjo, cumpre estabelecer as fases de desenvolvimento das *startups*, bem como a forma que costumam ocorrer os diversos tipos de investimentos em cada fase, para a melhor compreensão dessa modalidade de investidor.

### **1.3 Fases de desenvolvimento das *startups*: *seed stage*, *early stage*, *expansion stage* e *later stage***

As *startups* são criadas para durarem por um prazo determinado, pois desde o começo, quando ainda estão no campo das ideias de seus fundadores, a intenção é que elas passem por um processo de maturação até que se tornem empresas consolidadas, dando ensejo ao seu desinvestimento, período após o qual a empresa deixa de ser considerada uma *startup*, por ter atingido seus objetivos iniciais.

Assim, o objetivo de quem inicia uma *startup* é que esta não tenha longa duração. Uma *startup* de sucesso apresenta crescimento rápido e o que se busca é que após tal crescimento ela seja vendida por um valor muito superior ao investimento realizado.

Como já visto anteriormente, a atividade das *startups* é marcada pela extrema incerteza de sucesso do empreendimento, de modo que representam risco relativamente elevado para seus investidores, em que pese se tratar de negócio atrativo pela possibilidade de alta lucratividade em caso de sucesso do empreendimento.

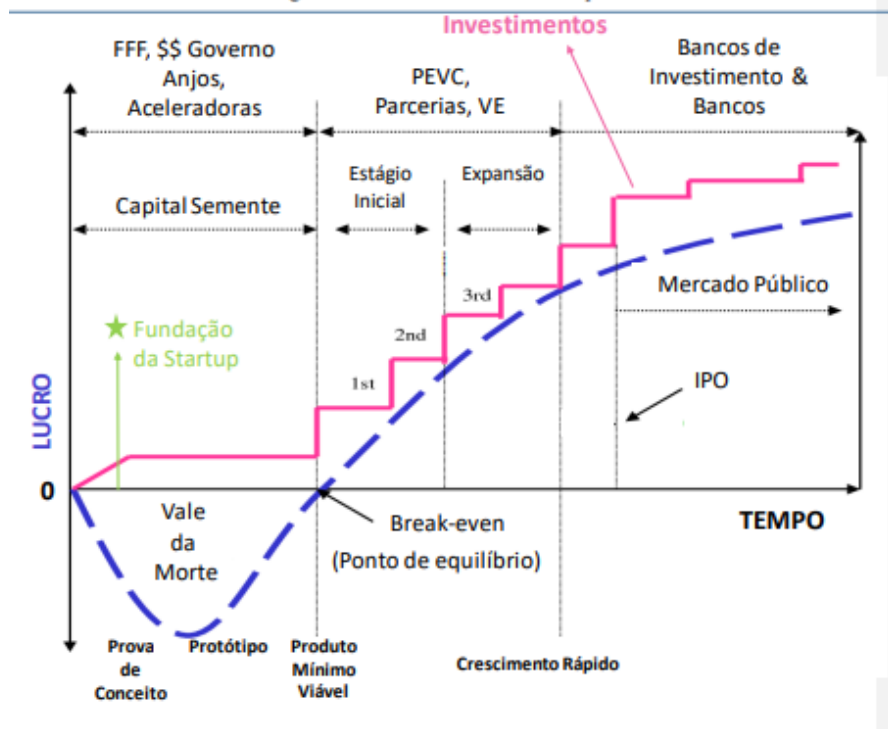
Contudo, conforme as *startups* vão se desenvolvendo e atingindo graus mais elevados de maturação, essa incerteza vai diminuindo paralelamente ao grau do risco envolvido. Assim, nos diferentes momentos das *startups*, tipos diversos de investidores vão sendo atraídos, bem como, num mesmo estágio de desenvolvimento, é possível a atração de mais de uma forma de investimento, conforme o grau do risco que o investidor se propõe a assumir e o quanto pretende ter de envolvimento no negócio investido.

Tal evolução das *startups* e de como os investimentos são atraídos em cada fase importam para identificar a atuação do *investidor anjo*, em qual momento que a sua atuação se dá, de que forma e qual a importância do papel que ele exerce no processo de maturação das *startups*. Por isso, importante compreender quais são as fases pelas quais as *startups* se desenvolvem até se tornarem empresas consolidadas.

Segundo Caminha e Coelho (2020), as *startups* passam por quatro estágios de desenvolvimento: embrionário (*seed stage*), inicial (*early stage*), expansão (*expansion stage*) e avançado (*later stage*). O gráfico abaixo traz a ideia de como tais fases se desenvolvem e demonstra como as formas de investimento vão evoluindo, tanto no volume quanto na fonte desses investimentos - conforme o faturamento da *startup* vai crescendo -, caso ela atinja o ponto de equilíbrio e passe pelo mencionado vale da morte.

Cumprido, então, analisar cada uma dessas fases.

Figura 1 – Ciclo de vida da Startup



Fonte: Artigo “Impacto do ânimo do mercado de capitais no resgate dos investimentos de venture capital”, apresentado no EMPRAD - Encontro dos programas de pós-graduação profissionais em administração.

No estágio embrionário ocorre o desenvolvimento da ideia, momento em que são feitos testes e pesquisas para compreender a viabilidade do produto. Trata-se de fase pré-operacional, em que os empreendedores atuam com um mínimo necessário para a construção do projeto por eles idealizado.

Na fase inicial, os empreendedores se preparam para oferecer o produto, que já se encontra completamente desenvolvido ao mercado ou está em fase inicial dessa oferta, de modo que a *startup* já possui uma administração formada. Na expansão, o produto já é oferecido ao mercado, mas visa a expandir o negócio. Internamente, a *startup* já possui uma organização interna sólida e uma receita capaz de cobrir ao menos suas despesas, ou perto disso, mas ainda sem produzir lucro.

Por fim, no estágio avançado de desenvolvimento, há uma consolidação da *startup* no mercado, a qual já possui renda que vai além de suas despesas e começa a auferir lucros, estando próxima de deixar de ser uma *startup*, o que se dará pelo processo de desinvestimento, que pode se dar por venda de participação ou por abertura de capital. Desinvestimento, segundo Reis (2018, p. 34):

O desinvestimento acontece quando o empreendedor ou o investidor vende a totalidade ou parte da participação societária que possui na *startup*. Isso costuma ocorrer quando a *startups* atingiu valores de mercado que tornam a saída do empreendedor ou do investidor vantajosa economicamente ou mesmo quando um deles (ou ambos) decide direcionar seus esforços e investimentos para novos empreendimentos, ainda que sem a obtenção de lucro no patamar inicialmente almejado.

Para que as *startups* passem por todo esse processo evolutivo é preciso que os seus fundadores captem recursos de terceiros, pois dificilmente conseguirão atingir as proporções razoáveis de mercado para alavancar seu projeto apenas com capital próprio. O problema é que, devido ao alto risco que a atividade representa, dificilmente tais empresas conseguirão capital perante instituições financeiras, ou, se conseguirem, as taxas de juros aplicáveis tornam esse capital pouco atrativo para *startups* que estão no começo de suas atividades.

Isso leva os fundadores a procurarem outras formas de investimento que variará conforme seu estágio de evolução. Quanto a este cenário:

Embora um meio de obter recursos externos seja com empréstimos bancários, essa alternativa muitas vezes é evitada por negócios incipientes. As alegações costumam ser de que a burocracia envolvida é muito grande, de que são exigidas garantias que eles muitas vezes não tem como oferecer e de que as taxas de juros aplicadas são desencorajadoras. (REIS, 2018, p. 26)

Num primeiro momento, quando a *startup* se encontra em sua fase embrionária, ou seja, em fase pré-operacional de desenvolvimento da ideia, a principal fonte de recursos vem dos próprios fundadores, quando se verifica o fenômeno do *bootstrapping*<sup>2</sup>. É comum também que os recursos venham de familiares e amigos, que se comovem com a dedicação dos empreendedores e investem no projeto de *startups* sem grandes expectativas de lucros, ou de investidores aventureiros que não fazem a devida mensuração do risco envolvido no investimento em *startups* em fase embrionária.

São os chamados Três F's ou FFF, referente à expressão em inglês *family, friends and fools* (família, amigos e tolos), que vem bem explicada por Caminha e Coelho (2020, p. 42):

O ponto em comum entre essas três pessoas é que suas razões para investir no empreendedor não são estritamente econômicas na lógica do agente maximizador, mas usualmente afetivas ou impulsivas. Chamamos esses investimentos de lovely Money ou close Money, e chamamos tais investidores de family, friends and fools: os Três F's. Sendo típica do estágio embrionário, essa costuma ser a primeira fonte de recursos a que o empreendedor tem acesso, e, junto com o capital próprio, também a mais frequente.

Na fase embrionária, as chamadas incubadoras também exercem importante papel no desenvolvimento de algumas *startups*. São entidades sem fim lucrativos, que normalmente não ajudam financeiramente as *startups*, mas colaboram com infraestrutura, mentoria e rede de relacionamentos. Nas palavras de Caminha e Coelho (2020, p. 67), “incubadoras de empresas “acolhem” pequenas *startups* para dentro de sua infraestrutura e as nutrem com atrativos tangíveis e intangíveis até que estejam em condições para sobreviver no mercado”<sup>3</sup>.

Já na fase inicial das *startups*, em que estas estão constituídas há algum tempo e estão em início de suas atividades (com acesso inicial ao mercado, mas ainda não são autossustentáveis), é comum que os investimentos se deem por meio de contrato de mútuo conversível em participação societária através das chamadas aceleradoras, as quais fornecem auxílio de outras ordens, além do financeiro às *startups*, como as incubadoras, e, segundo Reis podem ser assim definidas:

<sup>2</sup> Termo “utilizado para designar a prática por meio da qual os empreendedores usam recursos próprios para criar uma empresa, buscando sempre reduzir ao máximo os custos da empresa aproveitando as capacidades dos próprios colaboradores da *startup*. (FEILGENSON; NYBO; FONSECA, 2018, p.78)

<sup>3</sup> A Lei 10.973/2004, em seu artigo 2º, inciso III-A traz o seguinte conceito de incubadora de empresas: “organização ou estrutura que objetiva estimular ou prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico ao empreendedorismo inovador e intensivo em conhecimento, com o objetivo de facilitar a criação e o desenvolvimento de empresas que tenham como diferencial a realização de atividades voltadas à inovação”.



costumam ser entidades privadas com fins lucrativos e que investem em *startups* com o objetivo final de obter retorno financeiro com a alienação da participação societária cedida pelos empreendedores como contrapartida pelos benefícios oferecidos. (REIS, 2018, p. 24-25)

A respeito das aceleradoras, destaca-se a relevância dos seus investimentos feitos nas *startups*, uma vez que estas, nesta fase, normalmente já esgotaram os recursos que tenham conseguido na fase embrionária e precisam de capital para sobreviverem. Esses investimentos realizados pelas aceleradoras são conhecidos como *survival money* e, quanto ao modo de atuação dessa forma de investimento:

Quando a *startups* tem um MVP para oferecer ao mercado, ela costuma atrair a atenção das aceleradoras: instituições que oferecem um programa modificado de crescimento desenhado para *startups* já razoavelmente maduras e prontas para receber investimento e levarem seus produtos ao mercado. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 72)

Normalmente as *startups* selecionadas pelas aceleradoras já estão em fase um pouco mais avançada do que as que são acolhidas pelas incubadoras, e o período de auxílio dado pelas incubadoras costuma ser bem mais longo do que o oferecido pelas aceleradoras. É nesse cenário também que se fala em capital semente<sup>4</sup> e em *investidores anjos*. Como se verá adiante, além do auxílio financeiro às *startups*, estes exercem um papel de mentores das atividades desenvolvidas, auxiliando no próprio desenvolvimento da *startup* e recebendo em troca participação na sociedade ou direito a uma participação.

No estágio seguinte da evolução das *startups*, na fase de expansão, em que o intuito é ampliar sua atuação no mercado, surge como alternativa para captação de recursos os fundos de *venture capital*, e para a fase final, quando a *startup* já se encontra mais consolidada e rentável, normalmente os recursos costumam vir de fundos de *private equity* (REIS, 2018), bem como investimentos subsequentes de veículos de *venture capital* (*follow on*).

Em tais modalidades de investimento (*venture capital* e *private equity*), há uma empresa intermediária que capta recursos de terceiros (investidores) e os aplica nas *startups*, por meio de fundos de investimentos de participação. Possuem como características: investir apenas em sociedades que não são companhias abertas; adoção de uma postura ativa de monitoramento e participação na administração das investidas; objetivam maximizar o retorno financeiro do investimento por meio de uma saída via venda ou abertura de capital; o investimento feito por elas tem o intuito de financiar o crescimento orgânico da investida. (OIOLI, 2020)

A *venture capital* se diferencia da *private equity* em relação ao estágio da *startup* em que realizam os aportes de recursos, conforme já visto, e, além disso, segundo Oioli (2020, p. 119), apresentam diferenças quanto “(ii) ao volume de recursos aportados; (iii) à abordagem em relação à possibilidade de perda do capital investido; e (iv) à fatia de participação societária exigida.”. Tal distinção, segundo o autor, se dá da seguinte forma:

Com relação ao volume de recursos aportados, veículos de PE aportam mais dinheiro que veículos de VC, conforme já abordado anteriormente. Ainda, veículos de VC são mais propensos ao risco de perda da integralidade do capital investido em relação aos veículos de PE, que possuem menor tolerância a este risco, do que decorre que o

<sup>4</sup> O capital -semente é “normalmente estruturado por fundos de investimento, mas que buscam investir no estágio inicial da empresa” (...) Organizam-se por meio de gestoras de fundos advindos de recursos de terceiros, injetando seu capital em startups consideradas promissoras pelos analistas de investimento desses fundos. Por assumirem o risco no investimento em empresas em fase inicial, pode-se afirmar que a partir desta etapa os fundos que investem nessas startups podem ser classificados como *venture capitalists* (VCs). Trata-se do capital aventureiro, empreendedor, por fomentar projetos em fase inicial.” (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 89)

retorno esperado pelos primeiros é substancialmente maior que aquele desejado pelos segundos. (OIOLI, 2020, p. 119)

Por trabalharem com capital de terceiros, envolverem investimentos de valores mais elevados e por envolverem *startups* em grau maior de evolução, os cuidados na escolha das investidas exige um processo de análise mais cuidadoso por parte dessas empresas de intermediação. Pelos mesmos motivos, tais intermediadores exercem certo grau de influência da administração das *startups* investidas. Além disso, exige-se maior formalidade na concretização das relações estabelecidas entre os envolvidos nessa forma de investimento.

Conforme pode-se apreender, a cada rodada de investimento, vai aumentando a participação de investidores externos em sua composição, seja em virtude de investimentos que envolvam diretamente participação societária, seja por meio de títulos conversíveis nesta participação, o que acaba por diluir a participação societária de seus fundadores e diminuir o poder de influência destes na gestão da sociedade.

Vista a configuração jurídica das sociedades em conta de participação, bem como um panorama geral da evolução das *startups* e das formas de investimentos possíveis e usualmente efetuadas em cada uma dessas fases, importa agora identificar a figura do *investidor anjo*, suas características e formas de investimento normalmente utilizadas para, depois, analisar como se daria a utilização da sociedade em conta de participação neste cenário, com as suas vantagens, desvantagens e riscos.

## 2 O INVESTIDOR ANJO E O INVESTIMENTO ANJO

Conforme já mencionado anteriormente, o investidor anjo costuma ser aquele investidor que atua na fase inicial das *startups*. Normalmente surge quando a *startup* já tem certa organização, mas ainda não atingiu um ponto de equilíbrio (*breakeven*), ou seja, ainda não auferem lucros que suportem suas despesas, atuando com certo déficit.

Trata-se, costumeiramente, da primeira forma de investimento externo com certa organização recebido pelas *startups* e, como se verá adiante, trata-se de uma forma de investimento diferenciada das demais, pois traz colaborações que vão além da financeira e que, muitas vezes, pode ser essencial para as *startups* conseguirem superar o chamado vale da morte.

A entrada dos investidores anjo no cenário das *startups* se mostra relevante quando os recursos próprios dos empreendedores e os investimentos concedidos por familiares e amigos se esgotaram e a *startup* necessita de uma nova rodada de investimento para continuar no seu desenvolvimento, mas ainda não se mostra atraente suficientemente para fundos de investimentos operados por *venture capital*.

Cabe, então, abordar quem seriam os investidores anjo, sua forma diferenciada de atuação frente aos demais investidores, bem como as formas com que eles costumam aportar seus investimentos nas *startups*, para, posteriormente, verificar como o investimento anjo poderia se dar por meio das sociedades em conta de participação e se este seria um meio viável para os investidores anjo aportarem os seus recursos nas *startups*.

### 2.1 O perfil do investimento-anjo: características do investimento realizado pelo investidor-anjo

Emanuel Lima da Silva Filho, apresenta o seguinte conceito de investidor-anjo:

Investidor-Anjo é a denominação utilizada para definir a pessoa natural que realiza investimento em *startups*, diretamente ou por meio de veículo de investimento. Esses indivíduos têm, em geral, alguma experiência em gestão de negócios ou no segmento específico de atuação da sociedade a ser investida. São indivíduos detentores de patrimônio relevante, com

capacidade significativa de investimento, e que empregam parcela desse patrimônio em empresas que apresentam elevado grau de risco e elevado potencial de retorno. (SILVA FILHO, 2019, p. 38)

Conceitua-se o investidor-anjo em sentido semelhante, como pessoas físicas que possuem patrimônio elevado, que investem recursos próprios em negócios novos, sem qualquer prévia relação pessoal, social ou familiar com o fundador. (OIOLI, 2020)

Por fim, outros autores apresentam o seguinte conceito de investidor-anjo:

[...] indivíduo possuidor de um *high net worth* (valor líquido elevado), disposto a investir parte de seus ativos em empreendimentos de alto risco que apresentam um grande potencial para retorno. Eles não investem somente seu próprio capital, mas também sua experiência, normalmente desempenhando papéis fundamentais na formação de uma empresa em estágio inicial de desenvolvimento. (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 95)

Assim, o investimento-anjo traz um diferencial com relação aos demais tipos de investimentos, pois além do aporte financeiro, o investidor-anjo colabora com sua experiência, atuando como mentor das *startups* que estão em fase inicial de desenvolvimento, além de colaborar com contatos decorrentes de seus relacionamentos pessoais que podem ajudar a alavancar o empreendimento, chamado tal tipo de investimento de *smart money*.

Sobre a forma de atuação do investidor-anjo, os investimentos são de “valor agregado”, no sentido de que o investidor-anjo não faz apenas aportes de capital, mas oferece conselhos ao empreendedor a partir de sua experiência e *networking*, para que a empresa possa se desenvolver. Logo, os benefícios ofertados ultrapassam o valor financeiro chamado de *smart money*. (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018)

Trata-se de forma de investimento de alto risco, por se tratar a investida de *startup* que, como visto, por sua natureza, atua no campo da inovação e da incerteza e que, portanto, não tem conhecimento da resposta do mercado, além de ser um tipo de empreendimento que está em fase de formação, não totalmente desenvolvido e com grande risco de insucesso.

Por isso, como se verá adiante, grande parte dos investimentos dessa modalidade ocorrem por meio de contratos de mútuo conversível em participação societária, por receio dos investidores de uma responsabilização pelas atividades desenvolvidas nas *startups*, caso se dê sua efetiva entrada quadro social da empresa nascente, por meio de participação societária.

Na sequência, serão apresentadas as formas de contratação, ou seja, por quais instrumentos os investidores-anjo fazem os seus aportes nas *startups*, tratando alguns dos principais instrumentos utilizados sem a intenção de esgotá-los. Assim, além da participação societária direta, ganham destaque dentre esses instrumentos, o contrato de mútuo conversível em participação societária e o contrato de participação da Lei Complementar 155/2016, tratados a seguir.

Por sua vez, o investimento por meio de sociedade em conta de participação é deixado para o capítulo seguinte, a fim de que seja feita uma análise desta última hipótese de instrumento com relação às demais, com intuito de identificar se há vantagens na sua utilização em comparação com as anteriores.

## **2.2 Formas de contratação do investimento-anjo: os contratos de mútuo conversíveis em participação e o contrato de participação da Lei Complementar 155/2016**

Existe a possibilidade de o investidor-anjo ingressar diretamente na sociedade, por meio de aquisição direta de participações societárias. Contudo, como visto, esta hipótese implica em grande risco de responsabilização do investidor, o que se torna desinteressante muitas vezes para tal modalidade de investimento, que normalmente já assume altos riscos decorrentes da

própria atividade investida e do momento de desenvolvimento inicial em que se encontram as *startups*, quando do recebimento do investimento anjo.

Assim, tais investidores buscam novas formas de investir nas *startups*, tentando se desvencilhar da mencionada responsabilização, ao menos inicialmente, inclusive no caso de eventual desconsideração da personalidade jurídica da investida. Ao menos, no momento inaugural de seus investimentos, o que os investidores anjos buscam é se responsabilizar e se arriscar apenas com relação à *quantia despendida* para o investimento e não além disso.

Nesse contexto, surgem como alternativas para o investimento pelos investidores-anjo em *startups*, dentre outras que não serão objeto do presente estudo, os contratos de mútuo conversível em participação societária, o contrato de participação trazido pela Lei Complementar 155/2016, que serão agora tratados, bem como a possibilidade de constituição de sociedade em conta de participação, que será posteriormente abordada.

Estuda-se o contrato de mútuo conversível em participação societária por ser instrumento muito utilizado pelos investidores-anjo e, quanto ao contrato de participação, estuda-se por ter sido criado pela Lei Complementar 155/2016 especificamente como instrumento para fomentar os investimentos por investidores-anjo em *startups*, trazendo algumas proteções quanto à responsabilidade, conforme se verá adiante.

### **2.2.1 O mútuo conversível em participação como instrumento de investimento pelos investidores-anjo em startups**

Através do mútuo conversível em participação societária, o investidor (mutuante) empresta certa quantia em dinheiro à *startup* (mutuária) que, em contrapartida, em prazo estabelecido no contrato ou pelo implemento de alguma condição também contratualmente imposta, se obriga a devolver o valor emprestado ou a conceder ao investidor uma participação societária na sociedade.

Na definição feita por Reis (2018, p. 93):

O contrato de mútuo conversível em participação societária, como o próprio nome leva a crer, é um instrumento híbrido, formalizado por meio de um contrato particular de mútuo (ou seja, empréstimo de coisa fungível), no qual há a possibilidade de o investidor optar por, ao invés de receber de volta o valor investido, receber uma participação societária da *startup* para a qual fez o empréstimo.

No mesmo sentido, Feigelson, Nybo e Fonseca (2018) definem ser tal modalidade de investimento “um título híbrido, que agrupa certos direitos de dívida (*debt*) com outros de participação (*equity*)”. Essa modalidade de investimento é muito utilizada por investidores-anjo, pois após o prazo determinado ou o implemento da condição contratualmente estabelecidos, abre a possibilidade de o investidor ingressar nos quadros societários da sociedade, provavelmente na hipótese de o empreendimento ser bem sucedido.

Caso contrário, poderá o investidor anjo pleitear os valores conferidos a título de empréstimo às *startups*, de modo que, no caso de insucesso do empreendimento, poderá perder apenas o valor referente ao crédito decorrente do empréstimo efetuado, caso a investida se torne insolvente. Nesse sentido:

O contrato de mútuo conversível em participação societária pode ser aplicado em qualquer fase de maturação da *startup*. Porém, ele é mais recomendado nas fases iniciais e intermediárias, devido à maior proteção trazida ao investidor, que resta caracterizado como um credor da sociedade ao invés de um sócio. Essa, geralmente, é a forma de investimento escolhida pelos investidores-anjo. (REIS, 2018, p. 97)

Também para a *startup*, a realização de mútuo conversível se mostra mais atraente para a captação de recursos do que o ingresso do investidor nos quadros societários, pois os

fundadores manterão a sua autonomia na gestão da empresa, uma vez que o investidor não participará das decisões eventualmente tomadas, exatamente por não ter qualquer participação social e, conseqüentemente, não ter qualquer direito de ingerência na administração da sociedade, bem como direito de voto em assembleia.

Silva Filho (2019) traz elementos que diferenciam o contrato de mútuo conversível em participação societária feito por investidores-anjo em *startups* de um típico contrato de mútuo:

Não se trata apenas de um contrato de mútuo com opção de conversibilidade. O mútuo conversível se diferencia do contrato típico de mútuo por diversas outras previsões regularmente verificadas, tais como exigência de transformação da *startups* em sociedade por ações, voto afirmativo em determinadas deliberações, regras aplicáveis às rodadas subsequentes de investimento e possibilidade de conversão da dívida em participação societária nas hipóteses contratualmente estabelecidas. (SILVA FILHO, 2019, p. 68)

As exigências mais comuns quando da verificação da conversão são: transformação do tipo societário para sociedade anônima; previsão de um acordo de acionistas que garantam certos direitos aos investidores; que direitos mínimos sejam conferidos às ações dos investidores; formalização de todos os atos e que seja dada quitação ao mútuo, podendo outras serem estipuladas pelos contratantes. (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p.131)

Assim sendo, resta demonstrado que o contrato de mútuo conversível em participação societária traz vantagens tanto para os investidores-anjo quanto para os fundadores da *startup*, quando comparado com a aquisição direta de participação societária. Porém, importante mencionar que os investidores não podem, nessas hipóteses, interferir na gestão da sociedade, sob o risco de restar configurada uma sociedade em comum.

Dessa forma, para o investidor-anjo que queira intervir na administração e gestão da *startup*, indo além da mera mentoria, seria melhor optar pela aquisição de participação societária ao invés do mútuo conversível, uma vez que configurada a sociedade em comum, devido à sua falta de personalidade jurídica, o investidor responderia pelos atos da sociedade de forma solidária e ilimitada.

Tal forma de investimento, como visto, é muito utilizada por investidores anjo e decorre de uma necessidade do mercado, uma vez que no ordenamento jurídico brasileiro não havia previsão de um instrumento específico do qual tais investidores pudessem se valer para investir em *startups*.

Entretanto, com o crescimento do número de *startups* e, em decorrência da importância que o empreendedorismo mundialmente vem ganhando para o desenvolvimento dos países, bem como da importância dos investidores-anjo na viabilização das *startups*, a Lei Complementar 155/2016 (em alteração da Lei Complementar 123/2006) trouxe previsão do chamado *contrato de participação*, com regras especiais aos investimentos realizados por investidores-anjo em *startups*, conforme se verá no tópico seguinte.

### **2.2.2 O contrato de participação criado pela Lei Complementar 155/2016 e o investidor-anjo**

O contrato de participação criado para a realização de investimentos por investidores-anjo nas *startups* é regulado pelos artigos 61-A a 61-D da Lei Complementar 123/2006. Cumpre destacar que a lei não determina o que seja *startup*, tendo o legislador definido alguns requisitos para as destinatárias dos investimentos nos contratos de participação, conforme explica Emanuel Lima Silva Filho:

Verifica-se que o legislador não criou ou previu o conceito de *startup*; o que a lei fez foi, na verdade, estabelecer requisitos de identificação e delimitação das empresas sujeitas ao regime por ela estabelecido ou beneficiárias deste. Esses requisitos são: (i)

enquadramento como microempresa ou empresa de pequeno porte; e (ii) exercício de atividade relacionada à inovação. (SILVA FILHO, 2019, p. 74)

Para fins do contrato de participação, a lei mencionada considera como investidor-anjo a pessoa física, jurídica ou o fundo de investimento que invista em sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, que estejam voltadas para as atividades de inovação e de investimentos produtivos (o que restaria configurada em uma *startup*), devendo constar do contrato de participação, que não poderá ter vigência superior a sete anos, as mencionadas finalidades.

Nos termos do artigo 61-A, §5º da mesma lei, para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital social aportados não são considerados receitas da sociedade. Segundo tal modalidade contratual, o investidor-anjo, que optar por essa forma de realizar investimento nas *startups*, não será considerado sócio.

Isto é, o aporte por ele eventualmente efetuado por meio de contrato de participação não integrará o capital social da investida por expressa previsão legal. Dessa forma, ele não poderá participar da gerência da empresa, restando a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme for pactuado em contrato. A lei traz previsão de extrema importância sobre a não responsabilização dos investidores, ao prever que os investidores-anjo, no contrato de participação por ela regulado, não responderão por qualquer dívida da empresa, inclusive em caso de desconsideração da personalidade jurídica da investida.

Ainda, assiste aos investidores, nessa modalidade contratual, direito à remuneração por seus aportes, caso tenham estipulado remuneração periódica, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de sete anos. Têm direito, ainda, a exigirem prestação de contas dos administradores da *startup*, examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade.

Em caso de venda da empresa, os investidores ainda terão *direito de preferência* na aquisição, bem como o direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertadas aos sócios regulares (*tag along*).

A lei estabelece que o direito de resgate do valor investido pelo investidor-anjo somente poderá ocorrer após decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, e serão aplicadas a normas previstas no Código Civil para as sociedades simples no que diz respeito à dissolução parcial das sociedades, não permitido que o valor a ser resgatado ultrapasse o valor investido devidamente corrigido por índice previsto em contrato.

Também é oferecida pela lei a opção de ser estipulado em contrato de participação, ao invés do resgate, que o investidor-anjo opte pela conversão do aporte de capital em participação societária, como ocorre no mútuo conversível em participação societária. Quanto a sua aplicabilidade na prática, ressalta Edgar Vidigal de Andrade Reis:

Em que pese a legislação que regulamenta essa forma de investimento proteja expressamente o patrimônio do investidor, na prática é muito raro encontrar investimentos realizados por meio do contrato de participação. Isso porque, conforme alertado acima, do ponto de vista tributário ele pode não ser tão interessante ao investidor, além das limitações existentes quanto à remuneração, prazo mínimo para o exercício do direito de resgate e prazo máximo para vigência do contrato. (REIS, 2018, p.117)

Com relação ao aspecto tributário levantado pelo autor, que pode ser considerado fator desestimulante para o investimento anjo via contrato de participação, decorre do regramento imposto pela Instrução Normativa RFB nº1717 de 19 de julho de 2017, que regulamentou a incidência do imposto de renda aos rendimentos auferidos pelo investidor anjo em razão do investimento via contrato de participação.

Tal instrução, em seus artigos 5º e 6º, estabelece as bases de cálculo e alíquotas do imposto de renda da seguinte forma<sup>5</sup>: incidirá sobre a remuneração periódica a que faz jus o investidor-anjo, correspondente aos resultados distribuídos; sobre ganho no resgate do aporte, decorrido o prazo mínimo; bem como o ganho obtido na hipótese de alienação dos direitos do contrato de participação. Quanto às alíquotas, foram estabelecidas quatro alíquotas decrescentes, quais sejam: 22,5%, 20%, 17,5% e 15%, conforme o prazo de duração do contrato de participação, respectivamente: 180 dias; 181 a 360 dias; 361 a 720 dias e superior a 720 dias.

Os aspectos de desestímulo que essa forma de tributação causou podem ser assim definidos:

As críticas a que faz menção Eduardo Moretti são decorrentes de o mercado ter entendido que a tributação aplicada é muito elevada para um investimento de alto risco. Além disso, havia a expectativa de que a participação periódica nos resultados da sociedade seria isenta de tributação, como no caso do recebimento de dividendos, o que não ocorreu. Essas têm sido as principais razões pelas quais os investidores têm considerado desinteressante o investimento por meio do contrato de participação. (REIS, 2018, p. 116)

Como já dito anteriormente, outra forma de os investidores-anjo investirem nas *startups* é por meio da contratação de uma sociedade em conta de participação. Cabe, antes de tratar como ocorre tal investimento, verificar no que consiste uma sociedade em conta de participação

---

<sup>5</sup> Art. 5º Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em contratos de participação com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;

III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;

IV - 15% (quinze por cento), em contratos de participação com prazo superior a 720 (setecentos e vinte) dias.

§ 1º A base de cálculo do imposto sobre o rendimento de que trata o inciso II do § 2º corresponde à diferença positiva entre o valor do resgate e o valor do aporte de capital efetuado.

§ 2º Entende-se como rendimento para fins de aplicação do disposto neste artigo:

I - a remuneração periódica a que faz jus o investidor-anjo, correspondente aos resultados distribuídos de que trata o art. 2º; e

II - o ganho no resgate do aporte de que trata o art. 4º.

§ 3º Os rendimentos periódicos produzidos pelo contrato de participação, serão submetidos à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte por ocasião de seu pagamento, aplicando-se as alíquotas previstas neste artigo, calculado o prazo a partir da data do aporte.

§ 4º A sociedade que admitir aporte de capital deverá manter controles que permitam verificar a correta apuração da base de cálculo do imposto a que se refere o caput.

§ 5º O imposto sobre a renda retido na fonte será considerado:

I - definitivo para investidor pessoa física ou pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples Nacional); e

II - antecipação do imposto devido no encerramento de cada período de apuração ou na data de extinção, no caso de pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado.

§ 6º O recolhimento do imposto sobre a renda retido na fonte deverá ser efetuado até o 3º (terceiro) dia útil subsequente ao decêndio de ocorrência dos fatos geradores.

Art. 6º O ganho na alienação dos direitos do contrato de participação de que trata o art. 3º, recebido por investidor pessoa física ou pessoa jurídica isenta ou optante pelo Simples Nacional, será submetido à incidência do imposto sobre a renda por ocasião da alienação do contrato de participação, mediante aplicação das alíquotas previstas no caput do art. 5º, calculado o prazo a partir da data do aporte, e recolhido o imposto devido até o último dia útil do mês subsequente.

§ 1º A base de cálculo do imposto sobre os rendimentos de que trata o caput corresponde à diferença positiva entre o valor da alienação e o valor do aporte.

§ 2º O ganho de que trata o caput, quando auferido por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado:

I - será computado no pagamento da estimativa e na apuração do lucro real; e

II - comporá o lucro presumido ou o lucro arbitrado.

§ 3º Para fins de incidência do imposto sobre a renda, considera-se alienação, qualquer forma de transmissão da propriedade, inclusive a cessão do contrato de participação.

e quais as suas características para, depois, tratar da forma de sua utilização pelo investimento anjo.

### 3 A SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO

A sociedade em conta de participação vem prevista no Código Civil, junto com a sociedade em comum, dentre as sociedades não personificadas. Ou seja, como uma sociedade desprovida de personalidade jurídica e, segundo previsão do artigo 992 desse diploma, a sua constituição não depende de qualquer formalidade e sua prova pode ser feita por todos os meios de direito<sup>6</sup>. Além disso, prevê o dispositivo seguinte que o registro de eventual ato constitutivo das sociedades em conta de participação não lhe confere personalidade jurídica.

Contudo, em que pese a lei não exigir a celebração de um contrato para a formação da sociedade em conta de participação, sua formulação se mostra importante para facilitar a prova de sua existência e para garantir a aplicabilidade das regras de responsabilidades dos sócios. A comprovação se mostra ainda mais necessária no campo das *startups* em que os riscos assumidos pelos fundadores são grandes, e os investidores, por isso, buscam a maior proteção possível de seu patrimônio para que este não seja atingido além daquilo que se propuseram a investir no caso de insucesso do empreendimento.

Quanto a importância da formulação de um contrato escrito para constituição de uma sociedade em conta de participação, Mario Luiz Delgado faz a seguinte observação:

Por outro lado, a informalidade da SPC resulta em maior dificuldade na seara probatória, razão pela qual mostra-se sempre recomendável a elaboração dos atos constitutivos na forma escrita. Indicado ainda o registro do contrato em Cartório de Títulos e Documentos para o fim de fazer prova inequívoca da existência da sociedade e, por consequência, da responsabilidade exclusiva do sócio extensivo. (DELGADO, 2020, p.713)

Assim, conforme exposto, a comprovação da existência da sociedade em conta de participação se revela importante, uma vez que ela é formada por duas modalidades de sócios, sendo que somente o sócio chamado de *ostensivo* responde pela sociedade. A outra modalidade de sócios que forma a sociedade em conta de participação é chamado de sócio *participante*, que não responde pela sociedade.

#### 3.1 As modalidades de sócios e suas atribuições

Conforme já introduzido, a sociedade em conta de participação é formada por duas modalidades de sócios, o ostensivo e o participante, este último chamado também de sócio *oculto*, uma vez que, em regra, não aparece perante terceiros. Cabe aqui trazer a diferença do tratamento jurídico dado a cada um deles.

Por não ter a sociedade em conta de participação personalidade jurídica, não tem como ela assumir obrigações necessárias para o desenvolvimento de suas atividades, assim, quem deverá assumir tais obrigações são os seus sócios. Mas não são todos os sócios que respondem pela sociedade.

Segundo o Artigo 991 do Código Civil, apenas o sócio ostensivo, em seu nome individual, exerce o objeto social para o qual fora criada a sociedade, sendo apenas essa a modalidade de sócio responsável pela sociedade, ou seja, somente o sócio ostensivo responde perante terceiros, em seu próprio nome.

---

<sup>6</sup> Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.



Nos dizeres de Delgado (DELGADO, 2020, p.712), “é o sócio ostensivo quem pratica todos os atos em nome da SCP, registrando-as contabilmente como se fossem suas, sem, no entanto, deixar de identifica-las para fins de partilha dos respectivos resultados”.

O sócio ostensivo pode ser pessoa física ou jurídica, bem como pode haver, em uma mesma sociedade em conta de participação, mais de um sócio ostensivo - caso em que todos responderão solidariamente perante terceiros com os quais tenham contraído obrigações.

A obrigação do sócio participante, por sua vez, é contribuir para a constituição do patrimônio da sociedade, sem que responda por esta perante terceiros, tendo por direito a mera fiscalização da gestão dos negócios sociais, não podendo interferir nas relações do sócio ostensivo com terceiros sob pena de também passar a responder pela sociedade pelas obrigações em que intervir. Além disso, eles respondem perante os sócios ostensivos na forma que tiverem contratado:

Os sócios participantes não mantêm qualquer relação jurídica com os credores por obrigações decorrentes da empresa explorada pela C/P. Estes credores devem demandar o sócio ou sócios ostensivos, os quais, em regresso, e nas condições do contrato, poderão voltar-se contra os participantes. Do mesmo modo, os participantes não podem demandar os devedores da sociedade. (COELHO, 2021, p.167)

Nesse ponto também fica demonstrada a importância de se estabelecer um contrato constitutivo da sociedade em conta de participação, para que fique devidamente estabelecida a responsabilidade dos sócios participantes perante os ostensivos, além dos deveres e das obrigações entre eles.

### **3.2 Conceito, natureza jurídica e características**

Conforme visto, a sociedade em conta de participação é tida pelo Código Civil como uma forma de sociedade despersonalizada, formada por duas modalidades de sócios que a constituem: os sócios ostensivos e os sócios participantes.

Mas além de despersonalizada, tem-se que esse tipo social consiste em uma sociedade secreta, uma vez que não é feito seu registro ou, ainda que feito, não terá o condão de conceder personalidade jurídica à sociedade em conta de participação. Assim, o que a faz secreta não é seu desconhecimento por parte de terceiros, mas sim, a inviabilidade de seu registro perante a Junta Comercial, o que lhe conferiria publicidade.

Nos dizeres de Picchi (2014, p. 194), trata-se de sociedade interna, por não produzir efeitos perante terceiros:

Primeiramente, é sociedade interna, produzindo efeitos exclusivamente em relação a seus sócios, não perante terceiros; o que não lhe permite afirmar que seja atípica; seus lineamentos tipológicos, de fato, não contemplam elementos externos. Além disso, é sociedade sem personalidade jurídica, e este é o fato que mais comoção traz em relação a sua caracterização como sociedade.

Possível, contudo, é a realização do registro do contrato constitutivo da sociedade em conta de participação no Registro de Títulos e Documentos, para preservação de seu conteúdo, sem que isso confira personalidade à sociedade.

Pelo fato de a sociedade em conta de participação ser uma sociedade despersonalizada e por responder por suas atividades e obrigações apenas os sócios ostensivos diretamente, bem como pelo fato de não ter um patrimônio próprio, mas apenas um patrimônio especial formado pelas contribuições de seus sócios, nos termos do artigo 994, *caput*, do Código Civil, há questionamento se ela consistiria realmente em um tipo societário, ou se poderia ser considerada um mero contrato de investimento coletivo.

Com relação à natureza jurídica, em entendimento de que a sociedade em conta de participação não seria um tipo societário, mas sim um contrato, o autor abaixo assim discorre:

Embora tenha o nome de sociedade e esteja incluída no título do Código Civil que trata das sociedades, a chamada sociedade em conta de participação não é uma verdadeira sociedade. Faltam-lhe o patrimônio próprio e a personalização (o próprio Código a considera não personalizada), que são características essenciais das sociedades. (BORBA, 2021, p.119)

Reis (2018), por sua vez, derruba tais argumentos. Alega, com base no artigo 981<sup>7</sup> do Código Civil, que este diploma não estabelece como requisitos para configuração de sociedade a existência de personalidade jurídica ou patrimônio próprio. Além disso, expõe que o próprio Código Civil trata desse instituto como sociedade, uma vez que está inserido em título que é dedicado às sociedades. Conclui:

É possível, assim, concluir que o fato de a sociedade em conta de participação não possuir elementos que são intrínsecos às sociedades personalizadas não é suficiente para descaracterizá-la como sociedade. Em que pese não seja uma sociedade personalizada, a sociedade em conta de participação não deixa de ser um tipo societário, previsto no Código Civil entre sociedades não personificadas. (REIS, 2018, p. 78)

Por fim, Picchi (2014), ao defender a sociedade em conta de participação como um tipo societário, baseia seus argumentos na existência de um fim comum, característico das sociedades e que está presente na sociedade em conta de participação, que independe da forma como se dará o exercício do objeto social. Em suas palavras:

E mais, característico do contrato de sociedade, não apenas há objeto social (bem jurídico) em específico, há objetivo comum e mútuo a cumprir. A finalidade social é a obtenção de resultados monetariamente exprimíveis, independentemente assim do objeto a alcançar como de sua forma. (PICCHI, 2014, p. 196)

Assim, pode-se dizer que, a despeito da falta de personalidade ou de um patrimônio próprio, a sociedade em conta de participação é um tipo societário (como assim a trata o Código Civil), no qual os sócios, sejam os ostensivos ou os participantes, se unem em prol de um objetivo comum, mas cujo exercício da atividade, que tem caráter instrumental, para se chegar a este objetivo, se limita à atuação dos sócios *ostensivos*.

Todos os sócios, assumindo os riscos da atividade a ser desenvolvida, contribuem de alguma forma para a formação do patrimônio especial da sociedade em conta de participação. Além disso, todos têm por finalidade a partilha dos resultados auferidos da atividade econômica exercida, ainda que tal exercício se dê em nome apenas dos sócios ostensivos, elementos esses que fortalecem o entendimento de que a sociedade em conta de participação constitui um tipo societário.

Tendo sido tratado das *startups*, dos investidores-anjo e da sociedade em conta de participação, cumpre agora verificar como se dá o investimento em *startups* pelos investidores-anjo, valendo-se da sociedade em conta de participação.

#### **4 A UTILIZAÇÃO DA SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO COMO FORMA DE INVESTIMENTO PELOS INVESTIDORES-ANJO NAS *STARTUPS***

---

<sup>7</sup> 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.

Conforme se verá adiante, a constituição de uma sociedade em conta de participação é uma opção a ser levada em consideração pela *startup* na captação de recursos para o seu empreendimento e pelos investidores-anjo, como forma de investimento com boa relação entre risco e envolvimento nos negócios da *startups*.

Como se viu, é característico do investidor-anjo ter interesses no sucesso das *startups*, que vão além de aspectos financeiros, o que envolve uma participação mais ativa nos negócios da investida, colaborando para o crescimento desta com mentoria e com relacionamentos externos. Nesse ponto, se torna interessante a este investidor ter certo envolvimento fático no desenvolver das atividades das *startups* nas quais investe, sem que isso implique em um envolvimento jurídico significativo, ou seja, sem grandes possibilidades de comprometimento de seu patrimônio. (JÚDICE, 2017)

Quanto a esses interesses ou motivações que levam os investidores-anjo a aportar os seus recursos em *startups*, Caminha e Coelho (2020, p.128) explicam que “suas motivações não se encerram no lucro. As motivações não financeiras são mais presentes nas atividades dos anjos do que dos investidores em geral”, e concluem:

Em conclusão, além do óbvio incentivo econômico, podemos considerar que anjos são movidos por *motivações hedonistas*, que envolvem a vaidade, mérito e prazer em construir uma nova companhia; e por *motivações altruístas*, ajudando a melhorar o mundo de uma forma classicamente capitalista. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 128)

Em decorrência desta peculiaridade, os autores supracitados destacam a forma de participação mais ativa dos investidores-anjos nos empreendimentos nos quais realizam seus investimentos:

Consideremos ainda que o anjo não é uma categoria de investidor que esperará passivamente pelos seus resultados, mas participará ativamente da gestão da *startup* – não só para aumentar suas chances de retorno, mas pelo *psychic income*. Esse tempo do investidor representa custo de oportunidade, pois esse mesmo tempo poderia estar sendo dedicado a outras oportunidades lucrativas. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 128)

Assim, o investimento por meio da sociedade em conta de participação, vai ao encontro da postura normalmente assumida por investidores-anjo, uma vez que permite certa participação fática nos negócios das *startups* investidas, sem que haja um comprometimento jurídico mais acentuado com relação à sua responsabilização por negócios praticados pelas *startups*.

Isso se deve ao fato de, na utilização da sociedade em conta de participação, como forma de investimento em *startup*, esta restar configurada como sócia ostensiva, normalmente em forma de sociedade limitada e os investidores-anjo entrarem como sócios participantes, não respondendo, portanto, como já foi tratado anteriormente, pelas obrigações assumidas pela *startup*.

O risco assumido pelo investidor nesses casos se resume ao aporte financeiro realizado para a constituição da sociedade em conta de participação:

No ecossistema das *startups*, as sociedades em conta de participação são utilizadas geralmente não para a constituição da *startup* em si, mas sim para a formalização do recebimento de um investimento. Nessa hipótese, o papel do sócio ostensivo é exercido por uma pessoa jurídica (normalmente sociedade limitada) constituída pelos fundadores da *startup*, cabendo aos investidores o papel de sócios participantes. (REIS, 2018, p. 77)

Quanto à possibilidade de participação na condução da *startup*, os investidores-anjo devem ter cautelas para que não reste configurada participação nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier; mas, nada impede de realizarem fiscalização dos negócios celebrados pela *startup*, bem como que seja constituído um órgão consultivo da SCP, do qual os investidores-anjo participem. Nesse sentido:

A SCP pode constituir um Conselho Administrativo da SCP e, além disso, seus sócios podem participar de um Consultivo da *startup*. Isso cria um poder regulatório “externo” à operação (que é feita pelo CNPJ do empreendedor), ao mesmo tempo que coloca os investidores numa posição confortável de consultores para que possam ajudar a construir uma empresa de futuro. Essa operação não puxa qualquer responsabilidade executiva da investida para o investidor, tampouco puxa a responsabilidade patrimonial. Mas faz-se novamente a ressalva de que há limites de envolvimento, para que o investidor da SCP não comece a funcionar como executivo da empresa, ainda que com a intenção de ajudar. (JÚDICE, 2017, p. 50)

Segundo o mesmo autor, em outro artigo de sua autoria, consiste a sociedade em conta de participação forma de investimento societário indireto, de risco médio, tanto para o investidor, quanto para *startups*, que, em suas palavras:

Facilita a efetivação do negócio, ao revés de se ver um investidor recusando o investimento por excesso de risco, ou o empreendedor declinando da oferta por ser um passivo futuro que pode custar seus bens pessoais. É uma hipótese a ser adotada em uma sociedade anônima, que é extremamente cara e burocrática para o padrão financeiro de uma *startup*. A nível de Sociedade Limitada, apenas a SCP preenche essa lacuna em prol de um investimento de risco moderado/médio entre as partes. A SCP torna possível a criação de uma sociedade em torno de um investimento, na qual pode-se ter a proteção do negócio para o empreendedor, ao mesmo tempo que tem mecanismos jurídicos de proteção do risco do investidor. (JÚDICE; NYBO, 2016, p. 166)

Assim, a sociedade em conta de participação consiste em um meio de investimento favorável tanto às *startups* quanto aos investidores-anjo, que estariam situados entre a efetiva participação societária do investidor na sociedade e entre as modalidades de contratos de mútuo conversível, estabelecendo um equilíbrio entre responsabilização do investidor, endividamento da investida e poder de gestão dos fundadores.

Cabe, agora, analisar mais detidamente as vantagens e as eventuais desvantagens dessa modalidade de investimento para os investidores-anjo e para as *startups*.

#### **4.1 Aspectos relevantes a serem considerados pelos investidores-anjo**

A principal vantagem ao investidor-anjo ao se utilizar de uma sociedade em conta de participação, nos moldes apresentados para investir em *startups*, diz respeito à blindagem de seu patrimônio com relação aos negócios realizados pela investida. Isso porque, como sócio participante, não terá seu patrimônio atingido pelas obrigações da *startup*, colocando em risco apenas o montante de patrimônio que houver nesta investida.

Levando-se em conta o alto risco de insucesso das *startups*, especialmente no estágio inicial, em que os investidores-anjo costumam realizar seus investimentos, tal vantagem se mostra como um especial atrativo para que os investidores se valham desse instrumento como forma de realizar os seus investimentos. Nesse sentido:

Desta forma, esse tipo de investimento traz uma blindagem patrimonial ao investidor (desde que ele respeite a sua posição de sócio participante e não exerça atividades exclusivas do sócio ostensivo), visto que o mesmo não terá seu nome vinculado à

pessoa jurídica da *startup* nem mesmo terceiros que realizem negócios com a *startup* terão conhecimento da existência da sociedade em conta de participação e da condição de sócio participante do investidor. (REIS, 2018, p. 77)

Contudo, há uma cautela que os investidores-anjo devem ter ao investir em *startups* por meio de sociedades em conta de participação, pois sua atuação como mentores das *startups* não pode ser tal que, perante terceiros, o investidor anjo apareça como verdadeiro sócio ostensivo, pois, nesse caso, ele responderá solidariamente com o sócio ostensivo pelas obrigações em que intervir. Assim, na hipótese de o investidor-anjo pretender ter uma atuação mais ativa perante a *startup*, não seria essa a melhor opção quanto à forma de investimento, pois afastaria a mencionada blindagem de seu patrimônio.

Outro risco, que é apontado por Edgar Vidigal de Andrade Reis, diz respeito à possibilidade de que a sociedade em conta de participação estabelecida entre investidor e *startup* venha a ser entendida pelo Poder Judiciário como sociedade em comum, caso em que a responsabilidade de todos os sócios se daria de forma ilimitada.

Para evitar esse risco, o autor alerta para necessidade de constituição de provas quanto à existência da sociedade em conta de participação, o que poderia se dar pela existência de um contrato social entre os sócios, bem como pela correta escrituração de livros comerciais e obrigações acessórias fiscais pelo sócio ostensivo, o que pode ser fiscalizado pelos demais sócios participantes. (REIS, 2018, p. 79)

Quanto à possibilidade em questão, segue ementa em que o Tribunal de Justiça de São Paulo entendeu por restar configurada uma sociedade em comum, apresentada como suposta sociedade em conta de participação, em razão de não existirem provas que comprovassem a sua existência:

PRESTAÇÃO DE CONTAS Sociedade em comum Ação julgada improcedente Preliminar de cerceamento de defesa rejeitada Sociedade de fato havida entre as partes, com a finalidade de empreender shopping center Não há que se falar em sociedade em conta de participação, à míngua de qualquer acerto por escrito entre as partes A prova produzida pelo próprio autor demonstra que a gestão financeira e patrimonial do negócio incumbia a ambos Inexistência do dever do réu de prestar contas, e do direito do autor de exigi-las Verba honorária fixada, por equidade (art. 20 § 4º), à míngua de condenação, em R\$ 1.000,00 - Ação improcedente, reformada a sentença apenas neste ponto Apelo do autor improvido, provido em parte o do réu. (TJSP; Apelação Cível 0149282-68.2007.8.26.0002; Relator (a): Paulo Eduardo Razuk; Órgão Julgador: 1ª Câmara de Direito Privado; Foro Regional II - Santo Amaro - 1ª Vara Cível; Data do Julgamento: 08/05/2012; Data de Registro: 09/05/2012)

Referido julgado enfatiza a necessidade de cautela que deve ser tomada pelo investidor ao se valer da sociedade em conta de participação, para que sua atuação não se configure como a de um sócio da investida, ao eventualmente realizar negócios em nome desta, o que poderia levar à configuração de uma sociedade em comum. Destaca-se, ainda, a importância de se estabelecer um contrato social entre os sócios ostensivos e participantes, a fim de assegurar a prova da existência da sociedade em conta de participação, para que seja garantida a blindagem patrimonial pretendida por estes últimos nessa forma de investimento.

Ademais, outro ponto deve ser levado em consideração pelos investidores, que diz respeito à tributação, com a seguinte particularidade:

Toda a contabilidade da SCP é realizada pelo CNJ da SCP, apesar de não ser a SCP que opera o negócio, mas sim o CNPJ da *startup*. Mas sendo o investidor sócio da SCP, ele não terá incidência do imposto de renda na distribuição de dividendos, e ao realizar o capital com a venda de suas cotas, terá de pagar o percentual correspondente de ganho de capital. (JÚDICE, 2017, p. 51)

No aspecto tributário, portanto, a sociedade em conta de participação se mostra como instrumento mais interessante de investimento a ser utilizado pelos investidores-anjo quando comparado com os contratos de participação, uma vez que não haverá incidência de imposto de renda sobre dividendos, enquanto que na remuneração periódica dos contratos de participação ocorre tal incidência.

#### 4.2 Aspectos relevantes a serem considerados pelos fundadores da *startup*

Quanto às vantagens aos empreendedores, ou seja, à *startup* se valer da sociedade em conta de participação para o recebimento de investimento por investidores-anjo, pode-se apontar a manutenção de liberdade dos fundadores na administração da *startup*, uma vez que os investidores não integrarão os quadros sociais da *startups*

Há, ainda, como ponto de vantagem para a *startups*, a desnecessidade de pagamento do investimento realizado, diferente do que ocorreria no caso de mútuo. Conforme explica Lucas Pimenta Júdice:

Sendo um investimento puro, inexistente a obrigação de pagar ou devolver o aporte realizado. As partes assumem os riscos de maneira conjunta e todos estarão na expectativa de retorno pelo crescimento da empresa. Todos, incluindo o investidor, ganham no capital distribuído e/ou na venda das cotas. Há a possibilidade comercial de o investidor receber, com preferência, o capital aportado nas primeiras distribuições. Mas isso não é um pagamento *ope legis* de uma dívida de aporte pela operação, mas uma negociação para diminuir os riscos para o investidor. (JÚDICE, 2017, p. 52)

Já com relação as desvantagens, uma em especial merece atenção. A maioria das *startups* se constituem inicialmente como forma de sociedades limitadas, e, por serem enquadradas, em grande parte, como microempresas ou empresas de pequeno porte, se valem do regime tributário do Simples Nacional para o pagamento de seus tributos, que, segundo Lucas Pimenta Júdice, tem a seguinte configuração:

**Simples Nacional:** o Simples Nacional tem por objetivo fomentar empresas de pequeno porte ou microempresas ao simplificar e diminuir a carga tributária. A Lei Complementar 123 de 2006 institui as regras e objetivos do Simples Nacional, bem como a lista de hipóteses em que uma empresa poderá optar por essa simplificação. (JÚDICE, 2017, p. 171)

Ocorre que a Lei Complementar 123/2006, em seu artigo 3º, §4º, traz as hipóteses de proibição, nas quais as empresas não podem se valer do Simples Nacional. Dentre elas, tem-se a constante do inciso VII, que prevê que *não poderá se valer do benefício do Simples Nacional a pessoa jurídica que participe do capital de outra pessoa jurídica.*<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

(...)

§ 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica:

I - de cujo capital participe outra pessoa jurídica;

II - que seja filial, sucursal, agência ou representação, no País, de pessoa jurídica com sede no exterior;

III - de cujo capital participe pessoa física que seja inscrita como empresário ou seja sócia de outra empresa que receba tratamento jurídico diferenciado nos termos desta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo;

IV - cujo titular ou sócio participe com mais de 10% (dez por cento) do capital de outra empresa não beneficiada por esta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo;

A priori, pelo fato de o Código Civil considerar a sociedade em conta de participação como uma forma societária não personalizada, não haveria que se falar de participação da *startup*, sob a forma de sociedade limitada, em outra pessoa jurídica, quando adotada a sociedade em conta de participação como forma de investimento. Mas não foi esse o entendimento dado pela Receita Federal.

Segundo a Receita Federal, na Solução de Consulta 10024 de 22/06/2015, para os fins aqui abordados, a sociedade em conta de participação seria equiparada à condição de pessoa jurídica, e, dessa forma, a *startup* que ingressasse em uma sociedade em conta de participação para recebimento de investimentos, perderia o benefício do Simples Nacional, conforme ementa:

Solução de Consulta nº 10.024 - SRRF10/Disit. Data 22 de junho de 2015. ASSUNTO: Simples Nacional. EMENTA: OPTANTE PELO SIMPLES NACIONAL. VEDAÇÃO À PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE OUTRA PESSOA JURÍDICA. SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCP). EQUIPARAÇÃO À PESSOA JURÍDICA. Para fins tributários, a Sociedade em Conta de Participação - SCP equipara-se a pessoa jurídica. Sendo assim, as microempresas ou empresas de pequeno porte que sejam sócias de SCP não poderão beneficiar-se do tratamento jurídico diferenciado previsto na Lei Complementar nº 123, de 2006, o que implica a exclusão do Simples Nacional. SOLUÇÃO DE CONSULTA VINCULADA À SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT Nº 139, DE 3 DE JUNHO DE 2015. DISPOSITIVOS LEGAIS: Lei Complementar nº 70, de 1991, art. 1º; Lei Complementar nº 123, de 2006, art. 3º, §§ 4º, VII, 5º e 6º; Lei nº 9.715, de 1998, art. 2º, I; Lei nº 10.406, de 2002 (Código Civil), arts. 991 a 993; Decreto-Lei nº 2.303, de 1986, art. 7º; Decreto nº 3.000, de 1999 (RIR/1999), arts. 148, 149, 254 e 515; Instrução Normativa SRF nº 31, de 2001, art. 1º, caput, e § 1º; Ato Declaratório Interpretativo SRF nº 14, de 2004.

Com relação a esta questão, Lucas Pimenta Júdice faz uma pertinente crítica ao entendimento da Receita Federal, que quase inviabiliza a utilização de sociedades em conta de participação como forma de captar recursos pelas *startups*, especialmente em fase inicial:

Assim, a SCP apresenta-se como “meio termo” de riscos para o investidor e empreendedor. A SCP é, portanto, um instrumento de efetivação de investimentos e, conseqüentemente, um propulsor da economia, que, infelizmente, vem sendo minado pela Receita Federal. E um instituto jurídico não deve ser anulado por vias transversas que visam proteger arrecadação. O Governo deve incentivar os investimentos visando o aumento de receita, empregos, PIB, circulação financeira, exportação e etc., ao invés de focar-se meramente para a questão imediata do ponto de vista tributário. (JÚDICE, 2016, p.167-168)

Assim sendo, essa desvantagem praticamente inviabiliza a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento por investidores-anjo em *startups*, uma vez

---

V - cujo sócio ou titular seja administrador ou equiparado de outra pessoa jurídica com fins lucrativos, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo;

VI - constituída sob a forma de cooperativas, salvo as de consumo;

VII - que participe do capital de outra pessoa jurídica;

VIII - que exerça atividade de banco comercial, de investimentos e de desenvolvimento, de caixa econômica, de sociedade de crédito, financiamento e investimento ou de crédito imobiliário, de corretora ou de distribuidora de títulos, valores mobiliários e câmbio, de empresa de arrendamento mercantil, de seguros privados e de capitalização ou de previdência complementar; IX - resultante ou remanescente de cisão ou qualquer outra forma de desmembramento de pessoa jurídica que tenha ocorrido em um dos 5 (cinco) anos-calendário anteriores;

X - constituída sob a forma de sociedade por ações.

XI - cujos titulares ou sócios guardem, cumulativamente, com o contratante do serviço, relação de pessoalidade, subordinação e habitualidade.

que se tratam de empresas em começo de suas atividades, que já passam por uma série de adversidades e uma carga tributária mais elevada poderia significar o fim do empreendimento.

## CONCLUSÃO

Conforme já mencionado, as *startups* cumprem papel importante no desenvolvimento econômico do país. Por esse motivo, é de extrema importância o fomento dessas empresas, ainda mais diante das dificuldades que elas enfrentam no seu desenvolvimento, o que muitas vezes às levam a uma mortalidade precoce.

Nesse contexto inserem-se os investidores-anjo, com importante papel em colaborar para o desenvolvimento das *startups*, auxiliando-as com colaborações que vão muito além aspecto financeiro, figurando como verdadeiros mentores das *startups*, especialmente daquelas que se encontram nas fases iniciais de desenvolvimento.

Como elemento fundamental para o bom desempenho das *startups*, os investidores-anjo muitas vezes se valem de alguns instrumentos para a efetivação de seus investimentos, nos quais são por eles avaliados os fatores de risco e de envolvimento no empreendimento. Assim, podem os investidores ingressarem diretamente nos quadros societários das *startups*, caso em que o grau de envolvimento seria alto, assim como o risco de responsabilização - risco esse que a maioria dos investidores preferem não correr em virtude da alta probabilidade de insucesso das investidas (que já atuam, naturalmente, em cenário de grandes riscos e incertezas).

Então, outros instrumentos surgem como opções para os investidores anjos, para que efetivem seus investimentos nas *startups*, dentre os quais, sem se pretender esgotar todas as formas de realização desses investimentos, foram abordados o mútuo conversível em participação societária, o contrato de participação e a sociedade em conta de participação.

Pelo mútuo conversível, os investidores anjo realizam empréstimos às *startups*, podendo fazer a opção de receber os valores emprestados com os acréscimos acordados ou converter tal importância em participação na *startup*, caso essa seja bem sucedida, representando baixo risco aos investidores e também baixo poder de envolvimento, o que pode prejudicar a atuação do investidor-anjo como mentor da *startup*.

Pelo contrato de participação, por sua vez, a blindagem patrimonial do investidor-anjo é assegurada por lei, ao determinar que tais investidores não serão considerados sócios da *startup* investida e que não se responsabilizarão por esta nem mesmo na hipótese de desconsideração da personalidade jurídica. Nesse caso, os investidores exercem função fiscalizadora e consultiva, conforme previsão legal.

Contudo, em virtude de prazos estabelecidos para o resgate do valor investido, a previsão de duração máxima do contrato, em determinadas previsões legais, restringir a autonomia privada das partes, predeterminando cláusulas de preferência e de *tag along*, bem como pela forma como foi estabelecida a tributação dos rendimentos - considerada por muitos excessiva -, essa hipótese de investimento não tem sido muito utilizada.

Assim surge como alternativa aos investidores-anjo as sociedades em conta de participação, modalidade em que a *startup* figuraria como sócia ostensiva e o investidor-anjo como sócio oculto/participante, de modo que apenas aquela responderia pelas atividades sociais, que seriam exercidas em seu próprio nome. Não há responsabilização dos sócios participantes pelas obrigações assumidas pelo sócio ostensivo.

Assim, quanto ao risco corrido, a sociedade em conta de participação se mostra atraente aos investidores-anjo. Quanto ao poder de envolvimento, este não seria o mesmo que o investidor-anjo teria caso integrasse nos quadros societários da *startup*, mas estaria assegurada a sua função de mentoria, podendo até ser criado um conselho de caráter consultivo para esse fim.



Dessa forma, a sociedade em conta de participação se mostra como instrumento extremamente interessante para a viabilização dos investimentos anjo nas *startups*, não fosse a previsão da Receita Federal, que inviabiliza as *startups* de se beneficiarem do regime de tributação do Simples Nacional, caso integrem uma sociedade em conta de participação, ao equipararem estas às pessoas jurídicas, contrariando a própria lei civil que trata das sociedades em conta de participação como sociedades sem personalidade jurídica.

Trata-se, assim, de forte obstáculo para a utilização das sociedades em conta de participação no contexto ora tratado, o que, no fundo, chega a contrariar a própria previsão constitucional que determina como objetivo da República Federativa do Brasil a garantia do desenvolvimento nacional, uma vez que vai contra o fomento das *startups*, contra a inovação, e, conseqüentemente, contra o próprio desenvolvimento do país.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Atlas. Edição do Kindle. ANO
- BRASIL, Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação Cível 0149282-68.2007.8.26.0002, Relator: Paulo Eduardo Razuk. Órgão Julgador: 1ª Câmara de Direito Privado. Foro Regional II - Santo Amaro - 1ª Vara Cível. Data do Julgamento: 08/05/2012.
- CAMINHA, Lucas e COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por startups** – São Paulo: Almedina, 2020.
- COELHO, Fábio Ulhôa. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa** – 32 ed – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.
- DELGADO, Mario Luiz. In: **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência/** Anderson Schreiber [et al.] – 2 ed – Rio de Janeiro: Forense, 2020.
- FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral – **Direito das startups** – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.
- JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coordenadores). **Direito das Startups** – Curitiba: Juruá, 2016.
- JÚDICE, Lucas Pimenta. Qual o melhor instrumento de investimento para você, seja empreendedor ou investidor. In: **Direito das Startups**, Volume II – Curitiba: Juruá, 2017.
- JÚDICE, Lucas Pimenta (coordenador). Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo simples nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: **Direito das Startups** – Volume II – Curitiba: Juruá, 2017.
- OIOLI, Erik Frederico (coordenador). **Manual de direito para startups** – 2 ed – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.
- PICCHI, Flavio Augusto. A sociedade em conta de participação e os contratos de investimento coletivo: paralelismo e assimetria, 2014. Disponível em: <<https://startdireito.files.wordpress.com/2014/07/flavio-picchi-scp-e-cic.pdf>>. Acesso em: 27 set. 2021.
- REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estruturas societárias e de investimentos no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018.
- SILVA FILHO, Emanuel Lima da Silva. **Contratos de investimento em startups. Os riscos do investido-anjo** – São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SILVA, Marcelo Tavares da et al. **Impacto do ânimo do mercado de capitais no resgate dos investimentos de venture capital.** EMPRAD - Encontro dos programas de pós-graduação profissionais em administração. Disponível em:  
<<http://sistema.emprad.org.br/2017/arquivos/122.pdf>> Acesso em: 27 set. 2021.

Artigo recebido em: 16/10/2021  
Artigo aceito em: 09/02/2022