

**INSPER
PROGRAMA DE ENSINO**

LEANDRO CÉSAR DOS SANTOS

**ASPECTOS SOCIETÁRIOS DO *EQUITY CROWDFUNDING* NO BRASIL À
LUZ DO ECOSISTEMA DAS *STARTUPS*: A SOCIEDADE EMPRESÁRIA
LIMITADA É A MELHOR OPÇÃO PARA UMA STARTUP?**

**SÃO PAULO
2017**

LEANDRO CÉSAR DOS SANTOS

**ASPECTOS SOCIETÁRIOS DO *EQUITY CROWDFUNDING* NO BRASIL À
LUZ DO ECOSISTEMA DAS *STARTUPS*: A SOCIEDADE EMPRESÁRIA
LIMITADA É A MELHOR OPÇÃO PARA UMA *STARTUP*?**

**Trabalho de conclusão do curso LLM em
Direito Societário do INSPER**

**Orientadora: Ana Cristina von Gusseck
Kleindienst**

SÃO PAULO

2017

LEANDRO CÉSAR DOS SANTOS

**ASPECTOS SOCIETÁRIOS DO *EQUITY CROWDFUNDING* NO BRASIL À
LUZ DO ECOSISTEMA DAS *STARTUPS*: A SOCIEDADE EMPRESÁRIA
LIMITADA É A MELHOR OPÇÃO PARA UMA STARTUP?**

SANTOS. Leandro César dos.

Aspectos societários do *equity crowdfunding* no Brasil à luz do ecossistema das *startups*: a sociedade empresária limitada é a melhor opção para uma startup?

Leandro César dos Santos – São Paulo, 2017.

35.f.

Trabalho de conclusão de curso do LLM Direito Societário – Insper, 2017

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Aspectos Societários. 2. Startups. 3. Equity Crowdfunding
4. Sociedades Limitadas 5. Sociedades Anônimas

I. Autor: Leandro César dos Santos. II. Aspectos societários do Equity Crowdfunding no Brasil à luz do ecossistema das startups: a sociedade empresária limitada é a melhor opção para uma startup?

LEANDRO CÉSAR DOS SANTOS

**ASPECTOS SOCIETÁRIOS DO *EQUITY CROWDFUNDING* NO BRASIL À
LUZ DO ECOSSISTEMA DAS *STARTUPS*: A SOCIEDADE EMPRESÁRIA
LIMITADA É A MELHOR OPÇÃO PARA UMA STARTUP?**

**Trabalho de conclusão de curso para
aprovação final do curso LLM Direito
Societário do INSPER**

**Orientadora: Ana Cristina von Gusseck
Kleindienst**

DATA DE APROVAÇÃO: __|__|__

“O crescimento tem de ser algo inevitável e não negociável, sempre”.

Someone Growthaholic

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo discutir os aspectos societários do *equity crowdfunding* à luz do ecossistema das *startups*. Para tanto, será discutida a formatação, objetivos e os meios de captação de investimento pelas *startups*, antes de entender o motivo pelo qual tais empresas buscam investimentos por meio do *equity crowdfunding*. Também será analisado o mercado de risco em que as *startups* estão inseridas e explicar-se-á como tal forma de captação de investimentos ocorre na prática. Após, será discutida a importante mudança normativa vigente a respeito do *equity crowdfunding*, bem como seu impacto no ecossistema das *startups*. Ao final, pretende-se, igualmente, discutir alguns pontos sobre os tipos societários mais utilizados, a fim de verificar qual tipo societário seria o mais adequado a ser utilizado pelas *startups* para captação de investimentos por meio do *equity crowdfunding*.

Palavras chave: Startups; Equity Crowdfunding; Sociedades Limitadas; Sociedades Anônimas.

ABSTRACT

The article intends to discuss the corporate matters of equity crowdfunding in startups ecosystem. Therefore, a format, objectives and means of attracting investment by startups should be discussed, before understanding the reason why companies seek investments through equity. Also analyzed is the risk market in which as startups are in the form of accounting and investments. After that, a major legislative change will be discussed regarding crowdfunding equity, as well as its impact on the startup ecosystem. At the end, it is also intended to discuss some points about the types of companies most used, a purpose of checking the type of corporate type would be most appropriate to be used by startups to attract investment through equity crowdfunding.

Keywords: Startups; Equity Crowdfunding; Limited Companies; Corporate Companies.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. O ECOSISTEMA DAS STARTUPS	3
2.1 O que é uma Startup?	3
2.2 Mercados de <i>Seed Capital</i> , <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	5
2.3 Meios de captação de investimentos pelas <i>startups</i>	7
3. EQUITY CROWDFUNDING	10
3.1 Como funciona na prática?	10
3.2 ICVM 400	12
3.3 ICVM 588	14
4. TIPOS SOCIETÁRIOS COMUMENTE UTILIZADOS	17
4.1 A boa e velha sociedade limitada	17
4.2 Relação entre investidor e <i>startup</i> . Sociedade de fato?	21
4.3 Desmistificando as sociedades anônimas	23
5. CONCLUSÕES	29
6. BIBLIOGRAFIA	32

1. INTRODUÇÃO

Apesar de o termo ter viralizado nos últimos anos, o *crowdfunding*, do inglês financiamento coletivo, é um modelo de negócio utilizado há muito tempo. Apenas a título de curiosidade, um dos episódios pioneiros que se tem notícia sobre o *crowdfunding*, foi nada menos que a arrecadação pelo editor Joseph Pulitzer de mais de 100 (cem) mil dólares, em aproximadamente 6 (seis) meses, para a construção da Estátua da Liberdade em 1884 - um dos símbolos mais famosos do mundo¹.

Com o significativo crescimento do ecossistema de *startups* no Brasil, o termo tem ganhado cada vez mais notoriedade. Há pouco mais de 5 (cinco) anos², surgiram no país as primeiras plataformas na Internet de financiamento coletivo, por meio das quais investidores alocavam recursos financeiros em *startups*, em troca de participação societária (“*Equity*”) ou títulos conversíveis em participação societária - daí porque ser denominado “*Equity Crowdfunding*”.

Discutia-se muito sobre a caracterização dessa prática como uma oferta pública de valor mobiliário, uma vez que tais títulos conversíveis se caracterizavam, quando ofertados publicamente, contratos de investimento coletivo na forma do inciso IX, do artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”)³, razão pela qual deveria haver uma supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Tanto as plataformas de *Equity Crowdfunding* quanto as *startups* defendiam que a emissão dos respectivos títulos conversíveis dispensava a obrigatoriedade de registro na CVM, com fundamento na Instrução CVM nº 400/2003 (“ICVM 400”), mas, mesmo assim, pairavam no ar as incertezas jurídicas sobre o tema.

Agora, depois de uma longa espera, a CVM publicou, no dia 13 de julho de 2017, a tão aguardada regulamentação específica sobre o *Equity Crowdfunding*, na forma da Instrução CVM nº 588/2017 (“ICVM 588”).

¹Disponível em <http://revistagalileu.globo.com/Revista/Common/0,,ERT204680-17773,00.html> – Acessado em 14.09.2017.

²Disponível em <https://projetodraft.com/a-selecao-natural-do-crowdfunding-no-brasil-hoje-ha-mais-arrecadacao-e-menos-plataformas/> - Acessado em 14.09.2017.

³Lei que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários.

A ICVM 588, a nosso ver, não só conseguiu trazer bastante segurança para essa prática, mas também, acredita-se que servirá como mola propulsora para o aumento da quantidade de investidores dispostos a alocar suas economias em *startups* no âmbito das plataformas de *Equity Crowdfunding*, o que, por sua vez, pode contribuir no desenvolvimento da economia brasileira.

Ademais, um dos maiores problemas enfrentados anteriormente à ICVM 588, era a limitação dos tipos de empresas que poderiam enquadrar-se à captação de recursos com dispensa de registro da CVM – apenas as micro e pequenas empresas, assim definidas na Lei Complementar nº 123/2006 (“LC 123/06”), desde que a captação fosse de até R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais).

Assim, o presente artigo pretende adentrar no universo das *startups*, a fim de esmiuçar e discutir a evolução legislativa do *Equity Crowdfunding* em referido ecossistema.

Para tanto, explicar-se-á os mercados de investimentos de risco, as formas de captação de investimentos pelas *startups* e, por fim, os tipos societários mais utilizados em nosso dia a dia, de modo a tentar desmistificar, inclusive, alguns dogmas existentes acerca de determinado tipo societário, qual seja, as sociedades anônimas, para, ao final, responder o questionamento a que se presta o presente trabalho, qual seja, se diante de todas as questões apresentadas, a sociedade limitada é a melhor opção para uma *startup*.

Importante mencionar que no presente trabalho serão analisados tão somente os tipos societários de sociedade empresária limitada e sociedade anônima, de modo que não serão mencionados e/ou discutidos os demais tipos societários existentes em nosso ordenamento jurídico.

2. O ECOSISTEMA DAS *STARTUPS*

2.1. O que é uma *startup*?

O termo *startup* está na moda. Hoje em dia é bastante comum nos depararmos com este termo em mídias sociais, jornais, revistas, até mesmo nas universidades, etc. Segundo matéria da revista Exame⁴, o termo nasceu durante a época da bolha da internet, em meados de 1996 e 2001.

Neste período, formou-se uma bolha especulativa caracterizada pela alta das ações das novas empresas de tecnologia da informação, as chamadas “empresas ponto-com”⁵. À época, o termo *startup* começou a ser utilizado para significar, em linhas gerais, um grupo de pessoas que trabalhavam em um negócio diferente do trivial e com potencial econômico significativo.

Bem verdade é que não existe um significado propriamente dito do que é o termo *startup*. A etimologia da palavra nos indica iniciar algo e colocá-lo em prática/funcionamento. Aliás, seria muita preciosidade para não dizer perda de tempo de qualquer doutrinador/escritor manifestar interesse em querer definir o termo.

De todo modo, ao longo dos anos, percebeu-se que a característica primordial das então denominadas *startups* é a busca por um modelo de negócio repetível e escalável⁶.

Modelo de negócio repetível e escalável significa a capacidade de entrega do produto em escala potencialmente ilimitada, sem muitos ajustes ou de forma individualizada. Em outras palavras, crescimento sem ruptura do modelo de negócio.

⁴Disponível em <http://exame.abril.com.br/pme/o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

⁵Disponível em <https://conteudo.startse.com.br/startups/lucas-bicudo/afinal-o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

⁶Disponível em <http://www.sobreadministracao.com/o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

Pode-se acrescentar, igualmente, os ingredientes: autonomia, empreendedorismo, dedicação, risco, ideias inovadoras, dinamismo, etc. Nas palavras de Igor Mascarenhas, diretor de investimentos da Startup Farm: “*Startup é um negócio inovador, de alto risco e com potencial de crescimento em larga escala*”⁷.

Apenas a título de exemplo, as empresas HP, Paypal, Apple, Google, LinkedIn, Facebook, que são empresas consolidadas hoje em dia, já foram *startups* quando de suas constituições.

Isto nos traz outro questionamento: uma *startup* pode deixar de ser *startup*?

A resposta também comporta diversas opiniões. Há quem diga que uma *startup* deixa de ser *startup* quando atinge seu *break-even*⁸ (ponto de equilíbrio entre receitas e despesas). Há quem diga que é no momento em que o modelo de negócio está validado⁹.

De uma maneira geral, percebe-se que as *startups* vivem em um ecossistema próprio. Tal ecossistema é habitado por empreendedores com ideias diversas, todas com o mesmo propósito: de fazer o negócio dar certo, com pouco ou quase nada de capital inicial, almejando consolidar um determinado modelo de negócio.

Em razão da escassez de capital dos empreendedores, a busca pela captação de investimentos é essencial ao ciclo evolutivo de uma *startup*, já que em seus estágios iniciais, tais empreendedores não possuem recursos, tampouco estrutura suficiente para desenvolver o negócio.

Contudo, por se tratar de um investimento de risco, sabe-se que nem todo investidor está disposto a alocar seu dinheiro em uma *startup*, mas uma vez que haja o investimento, o benefício poderá ser mútuo.

⁷Disponível em: <http://www.dcomercio.com.br/categoria/inovacao/quando-uma-empresa-deixa-de-ser-uma-startup> - Acessado em 12.09.2017

⁸ Idem.

⁹Disponível em: <http://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2013/08/quando-paramos-de-chamar-uma-empresa-de-startup.html> - Acessado em 12.09.2017

Ao passo que o investidor objetiva um alto e rápido retorno financeiro de seus investimentos, a *startup* necessita, muitas vezes, além do capital, de mentoria, aconselhamento, suporte e *networking*.

Explicado um pouco do ecossistema das *startups*, passamos a analisar as características dos investimentos de risco.

2.2 Mercados de *Seed Capital*, *Venture Capital* e *Private Equity*

Regra geral, as empresas de capital aberto, isto é, aquelas listadas em bolsas de valores e que, portanto, possuem acesso ao mercado de capitais, são consideradas de menor risco em comparação àquelas de capital fechado.

Tal explicação é simples: são empresas maduras cujo grau de desenvolvimento é sólido o suficiente para deter uma governança corporativa robusta, bem como observar e cumprir uma série de regras e normativos, sob pena de sanções diversas.

Lado outro, as empresas de capital fechado, por sua vez, não precisam se preocupar com as inúmeras regras inerentes ao mercado de capitais. Muitas delas sequer conseguem fazer a transição para a abertura de capital dada a infinidade de exigências, conforme observa Damodaran¹⁰:

Um grande número de empresas de capital fechado se veem incapazes de fazer a transição para empresas de capital aberto. Para elas, uma alternativa é buscar financiamentos de investidores privados, ou atrair fundos na forma de capital especulativo.

Assim, por não estarem amparadas à segurança do mercado de capitais, o investimento em empresas de capital fechado é necessariamente considerado mais arriscado que nas empresas de capital aberto.

¹⁰ DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2ª ed. Tradução de Jorge Ritter, Porto Alegre, Bookman, 2004, p. 401.

Pois bem. Dentro das empresas de capital fechado, está, obviamente, inserida a famigerada *startup*. A depender do grau de maturidade/fase de investimento e dos valores envolvidos, a *startup* poderá estar inserida no mercado de *seed capital*, *venture capital* ou *private equity*. Explica-se.

Tais denominações são importadas dos EUA, as quais Marc. J. Dollinger¹¹ assim conceitua:

Private investors, sometimes called “angels”, are wealthy individuals interested in high-risk/high-reward opportunities that new venture creation offers.

(Investidores privados, às vezes chamados de “anjos”, são indivíduos ricos interessados nas oportunidades de alto risco/alto retorno que a criação de novos negócios gera) – Tradução nossa.

Venture capital is outside equity that comes from professionally managed pools of investor money. Instead of wealthy individuals making investments one at a time and on their own, they along with institutional investor pool their funds and hire professional to make investment and related decisions.

(*Venture Capital* é a forma de equity externo oriunda de um conjunto de investidores cujo dinheiro é administrado de maneira profissional. Em vez desses indivíduos ricos fazerem investimentos isolados, um por vez, eles se unem a investidores institucionais, juntam seus recursos e contratam profissionais para tomarem decisões sobre investimento e outras a isso relacionadas). – Tradução nossa.

No Brasil, conforme dito anteriormente, a diferença entre *seed capital*, *venture capital* e *private equity* está muito mais ligada à fase de investimento e valores envolvidos.

Conforme descrição dada pela ABVCAP¹²:

(i) *Seed Capital*: apostam na fase inicial dos negócios e, por isso, são chamados de *seed capital* ou capital semente. Eles fornecem recursos para estruturar e fazer essas empresas deslançarem;

(ii) *Venture Capital*: Investem em empresas que já estão faturando bem, mas ainda estão em processo de crescimento e desenvolvimento;

¹¹ DOLLINGER, Marc. J. **Entrepreneurship: strategies and resources**. 2. Ed. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1999, p. 213.

¹²Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf> - Acessado em 12.09.2017.

(iii) *Private Equity*: Aportam recursos em empresas já bem desenvolvidas, em processo de consolidação de mercado, para ajudá-las a se preparar para abrir capital, fundir-se ou serem adquiridas por outras grandes empresas.

Feita essa breve diferenciação, possível afirmar, portanto, que dentre as empresas de capital fechado, as *startups* encontram-se na faixa de investimentos de *seed capital* e *venture capital*.

Tal informação traduz uma certeza: tais empresas precisam de investimentos para os seus negócios e, em se tratando de um negócio de risco, surge então, a figura do investidor anjo¹³, isto é:

Investidores individuais que compram ações de pequenas empresas de capital fechado são chamados de investidores anjo. Para muitas *Startups*, a primeira rodada externa de financiamento por emissão de ações de empresas de capital fechado é obtida junto a investidores anjo. Estes investidores geralmente são amigos ou conhecidos dos empreendedores.

Neste ponto, já sabemos o que são *startups* e em qual faixa de investimento de risco elas se encontram, bem como o conceito de investidor anjo. Entretanto, antes de adentrarmos ao tema propriamente dito, faz-se imprescindível discorrer um pouco sobre os meios de captação de investimentos pelas *startups*, para adiante entendermos melhor o conceito de *Equity Crowdfunding* e as ferramentas utilizadas nos mercados de *seed capital* e *venture capital* pelos investidores anjo no auxílio às *startups*.

2.3 Meios de captação de investimentos pelas *startups*

Explicados alguns pontos introdutórios basilares para se entender um pouco mais sobre o ecossistema das *startups*, adentramos em um ponto bastante importante do presente artigo, isto é, os meios pelos quais as *startups* realizam a captação de investimento.

¹³ BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Finanças Empresariais**. Tradução de Christiane de Brito Andrei, Porto Alegre: Bookman, 2009, p. 768.

Não só as *startups*, mas qualquer empresa existente em nosso planeta, já se deparou ou talvez se depare com o problema do déficit financeiro. Ao longo dos anos as empresas têm de enfrentar a diferença entre o dinheiro que precisam e o dinheiro gerado internamente. Tal diferença é denominada de déficit financeiro¹⁴. Para compensar tal déficit, as empresas devem ou vender ações ou tomar empréstimos.

Ou seja, segundo as teorias de finanças corporativas, as empresas podem optar por financiar as operações com recursos internos ou recursos externos, vale dizer, por meio de capital próprio (*Equity*) ou endividamento (“*Debt*”)¹⁵.

Equity, então, pode ser considerada a própria representação do capital social ou a utilização dos recursos gerados pela própria empresa, tal como os lucros não distribuídos aos sócios, por exemplo.

Comumente, o capital inicial de uma empresa é justamente o valor aportado pelos sócios quando da integralização das quotas ou ações subscritas de seu capital social. As empresas que optam pelo financiamento por meio de *Equity* têm de buscar constantemente novos sócios para contribuir com mais dinheiro – a ser aportado em razão da subscrição de ações no capital social – enquanto não conseguem se financiar com o capital próprio.

Por outro lado, os financiamentos de *Debt*, de endividamento, em geral são realizados junto às instituições financeiras, tais como: empréstimos bancários, linhas de crédito, compromissos de empréstimo¹⁶.

Assim, em termos gerais, qualquer empresa existente no mundo, em determinado momento irá se deparar com a seguinte questão: devo procurar mais algum sócio para dividir os riscos do meu negócio ou devo assumir algum tipo de dívida junto a uma instituição financeira.

¹⁴ BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Principles of corporate finance**. 8. Ed. Nova Iorque: The McGraw-Hill, 2006, p. 362-362.

¹⁵ BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Finanças empresariais**. Tradução de Christiane de Brito Andrei, Porto Alegre, Bookman, 2004, p. 447.

¹⁶ FERREIRA, José Antonio Stark. **Finanças corporativas: conceitos e aplicações**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005, p. 234

Para as *startups*, tal questionamento é vivenciado diariamente, haja vista as dificuldades inerentes à escalabilidade e ampliação dos negócios pelos empreendedores. Mas se puder arriscar, bem possível que os empréstimos bancários não sejam tão atrativos às *startups* e, portanto, estas preferam os financiamentos de *Equity*.

Entretanto, como dito anteriormente, em se tratando de empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, a tarefa em buscar novos sócios não é algo fácil. Daí veio à tona, a ideia (antiguíssima como se verá adiante) de financiamento coletivo na modalidade de *Equity*.

Ora, ao invés de a *startup* buscar um único investidor para conseguir a captação necessária, o que seria muito difícil em razão dos fatores que já mencionamos, mais fácil conseguir inúmeros investidores os quais se comprometem com pequenas quantias, as quais no final do dia totalizam o valor almejado pela *startup*.

Pois é, esse é o chamado *Equity Crowdfunding* e suas nuances como se verá a seguir.

3. *EQUITY CROWDFUNDING*

3.1 Como funciona na prática?

Como o próprio nome em inglês sugere, trata-se de mecanismo de financiamento (*funding*) coletivo (*crowd*), em troca de participação societária (*equity*).

Tal como em outros países, a prática brasileira é realizada online por meio de sites/plataformas - como a plataforma Broota, umas das pioneiras no ecossistema¹⁷ - os quais disponibilizam um portfólio de *startups* que estejam em busca de investimentos, como uma vitrine para os investidores em busca de realização de investimentos.

Tem-se, pois, que referidas plataformas funcionam como um elo ente as *startups* e os investidores.

De forma não virtual/online, o *Equity Crowdfunding* também é realizado diariamente. Todavia, para os fins do presente artigo, levar-se-á em discussão tão somente a realização do *Equity Crowdfunding* de maneira virtual.

Feito esse aparte, surge a seguinte curiosidade: qual a forma pela qual é aperfeiçoado o investimento nas *startups* por meio das plataformas online?

Ao longo dos anos, tornou-se frequente nesse ecossistema o uso de “instrumentos de financiamento” não tão convencionais, tais como: a nota conversível (*convertible note*) e o contrato de mútuo conversível em participação societária como meios de aperfeiçoar o *Equity Crowdfunding*.

De início, importante destacar que a nota conversível não encontra previsão legal em nosso ordenamento jurídico. Trata-se de instrumento importado dos

¹⁷Disponível em: <https://www.broota.com.br/como-funciona> - Acessado em 12.09.2017.

Estados Unidos da América¹⁸, no qual o investidor concede um mútuo à *startup*, por prazo determinado. Esse mútuo poderá, a critério do investidor, ser quitado mediante conversão em participação societária na *startup* ou receber o valor mutuado de volta acrescido de juros, o que em nossa prática tupiniquim adaptamos para o contrato de mútuo com possibilidade conversão do mútuo em participação societária.

Rafael Younis Marques¹⁹, um dos poucos a tratar do tema com profundidade, relembra mais algumas características presentes nas notas conversíveis:

É comum encontrar nesses documentos a obrigatoriedade da conversão do valor mutuado em participação societária, na hipótese de a startup receber futuros investimentos com determinadas características, por exemplo, acima de um determinado valor, sob pena de o investidor perder esse direito de conversão. Outra característica presente nas notas conversíveis é a outorga de diversos direitos aos investidores, que normalmente são outorgados apenas a sócios, aliás, ainda mais comum quando outorgados por meio de um acordo de acionistas no âmbito de uma sociedade anônima.

O contrato de mútuo, por sua vez, está tipificado no artigo 586 do Código Civil, porém, a possibilidade de conversão em participação societária é objeto de discussão doutrinária, visto que para alguns, o recebimento da participação societária seria suficiente para descaracterizar o mútuo, o que também não é o escopo do trabalho em apreço.

Bem verdade é que na prática, não há diferença entre utilizar o mútuo conversível ou a nota conversível, já que este primeiro também possibilita ao mutuante a conversão de participação societária na *startup*, em vez de receber o bem fungível da mesma natureza que foi emprestado, qual seja, o dinheiro.

Pois muito bem. Trazido um pouco da experiência prática à tona, teriam esses documentos, ora viabilizados pelas plataformas, a natureza de valores mobiliários?

¹⁸ MARQUES, Rafael Younis. **Notas Conversíveis no Equity Crowdfunding: Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. Coleção Academia-Empresa 14. Col. Academia – Empresa 14, Quartier Latin, 2015, p. 86.

¹⁹ Ibidem, p. 78.

3.2 ICVM 400

De forma precoce, poder-se-ia afirmar que por estar ofertado publicamente, tal documento teria a natureza de valor mobiliário²⁰, haja vista a classificação de valores mobiliários dada pela Lei 6.385/76, em seu inciso IX:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (grifos nossos).

Contudo, a CVM encarregou-se de editar a ICVM 400, ocasião em que estabeleceu algumas hipóteses de dispensa de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, conforme artigo 4º, parágrafo 1º, dentre elas a possibilidade de dispensa de registro por empresas de pequeno porte e microempresas, desde que a captação de recursos não ultrapasse o valor de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais), a cada 12 (doze) meses.

Este era um dos pontos nevrálgicos do *Equity Crowdfunding*.

Ao dispor que apenas as empresas de pequeno porte e as microempresas estariam sujeitas à dispensa de prévio registro perante a CVM, referida instrução trouxe, indiretamente, algumas restrições importantes, sendo a principal delas, o fato de que a

²⁰ QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. **Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada**. In: WALD, Arnaldo (org.) **Doutrinas essenciais: direito empresarial**. São Paulo: RT, 2011. Vol. VIII, cap. 6, p. 196.

startup não poderá estar constituída na forma de sociedade anônima, restrição esta prevista na LC 123/06.

Logo, a *startup* que pretendia se cadastrar em um dos sites/plataformas de *Equity Crowdfundig* com a dispensa do registro prévio da CVM, não lhe restava opção senão a de se constituir na forma de sociedade empresária limitada (de pequeno porte ou microempresa).

Dito isto, tínhamos o seguinte cenário no *Equity Crowdfunding* na forma como estava previsto. A *startup* deveria estar necessariamente constituída na forma de sociedade empresária limitada – para ter o benefício de dispensa do registro na CVM – e *startup* e investidor celebravam um contrato de mútuo conversível, o qual, na maioria das vezes trazia a obrigação de a *startup* ser transformada em sociedade anônima após a captação de todo o investimento almejado.

Tem-se, então, que apesar de trazer algum tipo de inovação, a ICVM 400 acabou limitando a escolha do tipo societário a ser escolhido pela *startup* quando de sua opção por realizar o *Equity Crowdfunding* online. Nesse sentido, inúmeras críticas eram feitas diariamente à CVM.

Com efeito, ao longo desses anos tornou-se uma praxe a constituição da *startup* na forma de sociedade limitada. Como dito anteriormente, não por decisão dos empreendedores, mas em razão do mandamento indireto previsto na ICVM 400 acerca da dispensa de registro na CVM.

Tudo bem até aqui. Mas qual seria então o prejuízo de a *startup* estar constituída na forma de sociedade limitada?

Uma vez constituída em sociedade limitada, a *startup* estaria impossibilitada, por exemplo, de emitir debêntures – o que nos parece trazer segurança jurídica muito maior do que o contrato de mútuo, já que poderia ser uma debênture conversível; transferir suas ações por meio de assinaturas apostas nos livros societários, de modo significativamente mais prático do que levar a registro a alteração de um contrato

social; sem contar a possibilidade de já poder contar com algum tipo de governança corporativa, tal como um conselho de administração, ainda que enxuto, dentre outras particularidades específicas das sociedades anônimas.

Ainda que exista discussão doutrinária acerca da possibilidade de a sociedade limitada fazer uso de alguns dos exemplos acima mencionados - matérias essas previstas na Lei nº 6.404 de 15 dezembro de 1976 (“LSA”) - vale lembrar que até hoje tais disposições causam enteveros perante os órgãos de registro no Brasil afora, ainda que haja previsão nos contratos sociais da regência supletiva da LSA.

Assim, o ecossistema clamava por uma nova regulamentação que pudesse tranquilizar os investidores, bem como pudesse trazer maior flexibilidade às *startups*.

Eis que na data de 13 de julho de 2017, a tão aguardada regulamentação específica sobre o *Equity Crowdfunding* foi publicada na forma da ICVM 588.

3.3 ICVM 588

Alinhada com as demandas do mercado e das inúmeras sugestões enviadas por diversas bancas de advogados, a ICVM 588 trouxe uma melhor regulamentação à prática do *Equity Crowdfunding*.

Com o objetivo de fomentar ainda mais o mercado e o ecossistema, referida instrução altera a ICVM 400 em pontos significativos. Para os fins do presente trabalho, não será esmiuçada cada alteração trazida pela nova instrução, mas a ideia é ventilar os principais pontos de uma maneira geral.

De início, a ICVM 588 estabelece limite de captação anual por emissor no valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), com prazo de captação de até 180 (cento e oitenta) dias. Tal valor poderá ser captado por meio de uma ou mais ofertas

realizadas ao longo do mesmo ano calendário, desde que respeitado intervalo de 120 (cento e vinte) dias entre elas.

Também pensando no potencial de risco deste mercado, a CVM achou por bem garantir ao investidor um período de desistência de, no mínimo 7 (sete) dias, contados a partir da confirmação do investimento.

Neste sentido, o investidor estará limitado, igualmente, a realizar investimentos de até R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto o investidor líder (a seguir explicado), o investidor qualificado e o investidor que tenha renda bruta anual ou montante de investimentos financeiros acima de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Outro importante ponto trazido pela ICVM 588 foi a obrigatoriedade de registro das plataformas, devendo cumprir uma série de requisitos, dentre os quais:

- i. dispor de capital integralizado mínimo de R\$ 100.000,00;
- ii. dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação;
- iii. elaborar um código de conduta aplicável a seus sócios, administradores e funcionários;
- iv. ter seus administradores domiciliados no Brasil; e
- v. ter sócios e administradores de reputação ilibada, que não tenham sido criminalmente condenados e não tenham sofrido, nos últimos 5 anos, punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil, da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Além disso, refletindo o que já acontecia na prática, a instrução prevê a possibilidade de agrupamento de investidores apoiadores de um líder em um sindicato de investimento. Mais uma vez de maneira assertiva, há que se observar requisitos mínimos necessários para atuação do respectivo investidor líder.

Ainda neste sentido, a instrução deixa bem claro o fato de que o líder não atua como gestor ou administrador, mas tão somente como um investidor mais experiente, a fim de liderar as rodadas de investimento,

Mas o grande e substancial ponto alterado para os fins deste trabalho é o conceito de sociedade empresária de pequeno porte²¹ trazido pela ICVM 588.

A ICVM 588 define sociedade empresária de pequeno porte como a sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.

Com essa definição de sociedade empresária de pequeno porte, fica absolutamente superada a crítica feita na seção anterior, uma vez que por meio de tal definição depreende-se que é possível a utilização do tipo societário de sociedade por ações.

E neste ponto, a instrução traz uma significativa alteração no que diz respeito à constituição das empresas que participarão do *Equity Crowdfunding*. Conforme dito anteriormente, não restava outra opção à empresa senão a de escolher o tipo societário de sociedade limitada.

Agora, com o conceito de sociedade empresária de pequeno porte, poderá a empresa estar constituída na forma de sociedade por ações, o que, cá entre nós, no ecossistema das *startups* já era uma das formalidades usualmente previstas nos contratos de mútuo conversível.

Chegado a esta importante evolução legislativa, resta apenas falar um pouco a respeito dos tipos societários comumente utilizados, para daí então, respondermos à pergunta a que se presta o artigo em comento.

²¹ Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

4. TIPOS SOCIETÁRIOS COMUMENTE UTILIZADOS

4.1 A boa e velha sociedade limitada

Estudos indicam que o nascimento da sociedade empresária limitada se deu em solo alemão²², especificamente no ano de 1892²³. Na época, o direito germânico já contava com outros tipos societários, tais como: a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples, a sociedade em conta de participação e a sociedade anônima²⁴.

A existência de tais tipos societários não atendia os anseios de boa parte dos pequenos e médios comerciantes²⁵, os quais não dispunham de vultosos capitais e, bem por isso, não podiam correr o risco de constituir uma sociedade na qual a responsabilidade fosse ilimitada, tampouco, podia se dar ao luxo de constituir uma sociedade anônima, em razão de seus altos custos, sem contar a burocracia existente.

Tais comerciantes clamavam por um novo tipo societário ainda não existente, conforme aponta Américo Luís Martins²⁶:

No final do século XIX, os comerciantes alemães de pequeno e médio porte necessitavam de ter como opção legal um tipo societário que os livrasse das dificuldades naturais de constituição das sociedades anônimas e dos riscos e desvantagens da responsabilidade ilimitada dos sócios da sociedade em nome coletivo.

Com efeito, no ano de 1891, em face das necessidades econômicas da sociedade, o Ministro da Justiça do Império enviou um projeto de lei, o qual, após algumas modificações, resultou na promulgação da Lei nº 20, de abril de 1892²⁷.

²² LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades limitadas**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 4

²³ CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.p.132.

²⁴ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades limitadas**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 4

²⁵ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 251.

²⁶ SILVA, Américo Luís Martins da Silva. **Sociedades empresariais**. Rio de Janeiro: Forense, 2006. v.1. p. 190-191.

²⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25.ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p.459

Sylvio Marcondes²⁸ acentua, ainda que:

O objetivo do legislador alemão, ao criar essa espécie societária, foi instituir um tipo híbrido em que, considerada uma sociedade de pessoas – porque era pequeno o número de pessoas que confiavam em si, e umas nas outras, para os empreendimentos projetados – nela se conjugasse a limitação da responsabilidade de todos os sócios, dados os riscos a que estaria sujeita. Daí ela ter sido configurada como um tipo misto, de sociedade de pessoas e de sociedade de capitais.

Neste ponto, curioso ressaltar que o nascimento das sociedades empresárias limitadas ocorreu de modo diverso das outras sociedades empresárias. Enquanto que os demais tipos societários foram embrionários da prática negocial do dia-a-dia, já a sociedade empresária limitada foi introduzida no Direito Comercial por decisão do legislador²⁹.

Não demorou muito para que outros países adotassem o tipo societário em comento. No ano de 1901, por influência da lei alemã, Portugal foi o segundo país do mundo a legislar sobre a matéria. Pouco depois, em 1906, a Áustria e no ano seguinte a Inglaterra³⁰.

O Brasil, por sua vez, tal qual como na Alemanha, carecia de um tipo societário capaz de conjugar as duas principais características da sociedade limitada: simplicidade no procedimento de constituição e limitação de responsabilidade³¹.

À época, apenas as sociedades anônimas salvaguardavam o patrimônio particular da pessoa natural das dívidas sociais contraídas pela pessoa jurídica, no entanto, a constituição de uma sociedade anônima sempre se mostrou dispendiosa, sem contar a

²⁸ MARCONDES, Sylvio. **Questões de Direito Mercantil**, 1977, Edição Saraiva S.A. – Livres Editores, p. 18

²⁹ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 251.

³⁰ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 252.

³¹ CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.p.132.

exigência de que o capital da sociedade anônima fosse subscrito por, no mínimo, 7 (sete) pessoas³².

Finalmente, com o advento do Decreto nº 3.708, de 10 de janeiro de 1919 (“Decreto 3.708”), a sociedade limitada nasce em solo tupiniquim, conforme pode ser resumido por Sérgio Campinho³³:

Em nosso País, em 1912, Herculano Inglês de Souza, incumbido pelo governo brasileiro de elaborar a revisão do Código Comercial, sob a inspiração da lei portuguesa, consagrou em seu projeto, o novo tipo de sociedade, nominando-a de “sociedade limitada”. Com arrimo no trabalho de Inglês de Souza, e tendo em mira igualmente o modelo da lei portuguesa de 1901, que o inspirara, o deputado Joaquim Luiz Osório encaminhou à Câmara dos Deputados, em 1918, o projeto de lei nº 247, sob a feliz justificativa de que o aguardo da aprovação do projeto do Código Comercial de Inglês de Souza viria retardar por longo prazo a adoção da sociedade limitada destinada a preencher lacuna em nosso direito.

O projeto de Joaquim Luiz Osório, com rápida tramitação, restou por ser aprovado, sem modificações e sancionado em 10 de janeiro de 1919, resultando no Decreto 3.708 que, até o advento do Código Civil de 2002, era a nossa lei sobre “sociedade por quotas de responsabilidade limitada”, nome conferido pelo diploma ao tipo societário, cuja designação sofreu críticas da doutrina, vez que a responsabilidade limitada é dos sócios e não da sociedade. Afinal, esta, como curial, responde com seu patrimônio de forma ilimitada pelas obrigações contraídas, visto a autonomia da personalidade jurídica. O patrimônio social constitui-se na garantia dos seus credores, não pendendo sobre ele qualquer limitação de responsabilidade que só aproveita, como se disse, aos sócios.

Seu baixo custo aliado ao conceito de limitação de responsabilidade de seus sócios, não tardou para que a utilização de referido tipo societário caísse no gosto dos pequenos e médios empresários.

³² CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.p.132.

³³ CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.p.137-138.

Não satisfeito com o prestígio alcançado pela limitada, o legislador do Código Civil de 2002 achou por bem afastar o princípio da maioria simples até então presente nos quóruns de deliberação e, os elevou, o que, na opinião de grande parte da doutrina, resultou em uma sistemática anacrônica³⁴.

Invariavelmente, após a alteração legislativa, a boa e velha limitada se distanciou de seu propósito inicial – simplicidade e desburocratização -, causando certo descontentamento àqueles que sempre apostaram no êxito de sua estrutura.

Nesse sentido, vale trazer aqui a percepção do professor Sérgio Campinho em relação à questão:

Após todo o exposto, reafirmamos nossa posição de contrariedade ao sistema adotado pelo novo Código. As matérias sobre alteração do contrato social e sobre o *quórum* de deliberação em geral merecem revisão por parte do legislador, a fim de simplificar as decisões dos sócios no seio da sociedade. A estrutura da sociedade limitada sempre se afeiçãoou aos micro, pequenos e médios empreendimentos, não se justificando a irracional complexidade que vingou em seu texto.³⁵

De toda sorte, a sociedade empresária limitada é o tipo societário mais utilizado em nosso país e, com relação ao ecossistema das *startups*, não é diferente.

Todavia, a esta altura outro questionamento vem à tona: como afastar eventual responsabilidade do investidor que, a priori, é um mutuante e não um sócio da boa e velha sociedade limitada participante de uma plataforma de *Equity Crowdfunding*, por meio da qual aperfeiçoou o investimento recebido pelo investidor por meio de um contrato de mútuo?

Vale dizer, qual o risco de ser caracterizada uma sociedade de fato entre investidor e *startup*?

³⁴ FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis / PROENÇA, José Marcelo Martins. **DIREITO SOCIETÁRIO: tipos societários**/coordenadores Maria Eugênia Reis Finkelstein, José Marcelo Martins Proença – 2ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2014, p. 201.

³⁵ CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. 9 Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 131.

4.2 Relação entre investidor e *startup*. Sociedade de fato?

Para responder a questão da seção anterior, importante se faz analisar a substância da relação entre *startup* e investidor. Na prática, é possível deparar-se com alguns direitos exclusivos de sócios³⁶ que são usualmente previstos em tais instrumentos ainda antes da conversão do mútuo em capital, tais como:

- (i) direito de veto em determinadas deliberações sociais;
- (ii) direito de preferência na subscrição de novas quotas ou na aquisição de quotas de sócios que pretendem aliená-las;
- (iii) direito de venda conjunta (*tag along*);
- (iv) direito de obrigar a venda conjunta (*drag along*); e
- (v) direito de preferência em casos de evento de liquidez.

Num olha superficial sobre tal relação, possível afirmar que exista uma sociedade de fato entre investidor e *startup*, mesmo não sendo oficialmente sócios. Mas, ainda que pareça esclarecida tal visão, importante trazer à discussão um pouco sobre a questão do controle societário.

A definição de controle societário está disposta no artigo 116 da LSA, qual seja:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

³⁶MARQUES, Rafael Younis. **Notas Conversíveis no *Equity Crowdfunding*: Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. Coleção Academia-Empresa 14. Col. Academia – Empresa 14, Quartier Latin, 2015, p. 79.

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A questão é de difícil interpretação. Não nos parece que o investidor queira/possa exercer o controle da *startup*, mas sim ter a possibilidade de vetar certas matérias, afinal seu dinheiro está ali investido e, portanto, precisa ao menos ter algum direito.

De mais a mais, a positivação de elementos caracterizadores do controle não é, por si só, suficiente para atender a realidade empresarial, conforme acentua Ricardo Ferreira de Macedo³⁷:

Entretanto, independentemente de qual seja a alocação mais eficiente do controle e independentemente de qual seja a alocação que o direito positivo busque instrumentalmente induzir, é inafastável a constatação de que, por diversas razões fáticas, essa alocação pode não se verificar em casos concretos, por exemplo, quando os custos de transação em contrato com determinado *stakeholder* imponham a internalização de seus interesses à estrutura orgânico-decisória da empresa, o que, conforme a força de veiculação dos mesmos, pode levar ao próprio descolamento do foco decisório empresarial para a esfera desse *stakeholder*.

Aliás, a realidade demonstra que muitas vezes o controle é exercido, também, por outros *stakeholders*, como por exemplo: credores.

Nelson Eizirik³⁸ tem posicionamento no mesmo sentido sobre o controle externo de uma empresa: “*não decorre do exercício do direito de voto, mas de*

³⁷ MACEDO, Ricardo Ferreira de. Controle não societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 28

³⁸ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v.I, p. 666.

fatores exógenos, como por exemplo, de relações contratuais”. E, em continuidade, traz como exemplo: *“o endividamento, em alguns casos, pode representar um mecanismo jurídico de transferência, para a credora, da direção dos negócios da devedora”*.

Independentemente do entendimento da doutrina, fato é que pesquisa jurisprudencial, deparamo-nos com o julgado abaixo no qual a Justiça do Trabalho entendeu que ainda que a pessoa que não consta nos atos constitutivos de uma sociedade, mas atua como se sócio fosse, deve responder pelas obrigações trabalhistas de maneira subsidiária, isto é, caso a sociedade não tenha condições de quitá-las:

Sustenta o segundo reclamado, no recurso de revista (fls. 497/501), que não era sócio oculto da primeira reclamada. Alega que agiu como pretense comprador da empresa que teve a contabilidade maquiada para apresentar a solidez empresarial, não se levando a termo a compra das cotas da sociedade. Argumenta que eventual conclusão de sua condição de sócio dar-se-ia após término de análise contábil e financeira, que restou conclusa ante a constatação de insolvabilidade da empresa e de fraudes praticadas, a exemplo da doação a parentes do estabelecimento comercial.

O Regional, após acurada análise dos fatos narrados pelas testemunhas e pelas partes, constatou que o segundo reclamado atuou como sócio oculto da primeira reclamada, devendo, portanto, responder de forma subsidiária pelos créditos devidos ao reclamante³⁹.

Percebe-se, pois, que a inexistência da personalidade jurídica na relação entre investidor e *startup* pode expor o investidor ao risco de responsabilização pessoal. Mas será que isso ocorreria caso a *startup* estivesse constituída sob a forma de sociedade anônima? É o que veremos a seguir.

4.3 Desmistificando as sociedades anônimas

Cumprе relembrar, mais uma vez, que no presente trabalho não serão analisados os demais tipos societários existentes em nosso ordenamento jurídico, mas tão somente os tipos societários de sociedade empresária limitada e sociedade anônima.

³⁹Tribunal Superior do Trabalho. Agravo de instrumento em Recurso de Revista nº 858600-35.2009.9.5.09.0019, da 8ª Turma do Tribunal Superior do Trabalho. Brasília, DF, 30 de maio de 2014.

Infelizmente, ainda nos dias de hoje é comum nos depararmos com afirmações referentes aos altos custos de manter uma sociedade anônima no Brasil. Tal argumento pode ser justificado, por exemplo, pelo baixíssimo número de empresas de capital aberto existentes.

Apenas a título de curiosidade, segundo dados do Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário⁴⁰, existem 21.012.210 (vinte um milhões, doze mil e duzentas e dez) empresas ativas no Brasil, sendo que, apenas 443 (quatrocentas e quarenta e três) são de capital aberto. Um número significativamente irrisório perto da imensidão de empresas que existem.

Isto porque, ao que parece, existe uma certa mistificação em relação ao alto custo em se manter uma sociedade anônima, o que não é uma verdade absoluta. Mas antes de tratarmos desse tema, vale discorrer ainda que de forma breve sobre as sociedades anônimas.

Estudos apontam que a sociedade anônima resultou da aglutinação de várias características buscadas aos institutos que atendiam à economia medieval. Na metade do século XV, a Europa passou por grandes transformações e despontava a economia de mercado, desenvolvendo-se, pois, o comércio internacional. Havia um novo mundo recém descoberto a ser explorado e o descobrimento do caminho marítimo para as Índias fez com que o rumo do comércio na Europa mudasse completamente.⁴¹

Ao que tudo indica, surge nesta época a primeira das sociedades anônimas, a companhia holandesa das Índias Orientais, em 1602⁴².

A sociedade anônima surge, então, com dois principais princípios balizadores de sua essência⁴³: (i) o da responsabilidade limitada e o (ii) da divisão do capital em ações.

⁴⁰ Disponível em <https://www.empresometro.com.br/> - Acessado em 13.09.2017.

⁴¹ FILHO, Alfredo Lami Filho. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: renovar, 2007, p. 9

⁴² LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 6

⁴³ ASCARELI, Tulio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado.** São Paulo: Quorum, 2008, p. 459

O primeiro e talvez o princípio mais importante a nosso ver, indica que o acionista responsabilizar-se-á de maneira limitada pelas dívidas da sociedade, o que nas palavras de Ascarelli significa⁴⁴:

O acionista, embora ilimitadamente responsável perante a sociedade pelo que prometeu, não é, porém, responsável pelas dívidas sociais, pelas quais responde (e responde com todo o seu patrimônio, ou seja, ilimitadamente) à sociedade.

Sociedade e acionista, constituem distintos sujeitos jurídicos; nem o acionista pode obrigar a sociedade, nem a sociedade pode obrigar o acionista. Nome e sede da sociedade diferem do nome e domicílio do acionista; separados são os patrimônios respectivos; os créditos do acionista não são os da sociedade; as dívidas da sociedade não são as do acionista; os bens da sociedade não estão em condomínio dos acionistas.

A responsabilidade limitada coaduna-se, pois, com a personalidade jurídica da sociedade e com a rigorosa distinção entre o patrimônio do acionista e o da sociedade.

Já em relação ao segundo princípio, implica dizer a irrelevância da pessoa do acionista acerca da identificação da sociedade. Isto é, em se tratando de uma sociedade de capital e não de pessoas, a mudança da pessoa do acionista não implica modificação do instrumento societário e, portanto, mantém o dinamismo das relações da companhia.

Destarte, ambos os princípios vão ao encontro da exigência econômica fundamental a que atende a sociedade anônima, a qual nas palavras de Tullio Ascarelli⁴⁵ é:

A constituição de um instrumento que visa facilitar o espírito de empreendimento e, ainda, a mobilizar economias de vastas camadas da população; com o objetivo de coletivização do financiamento, de tal modo que, no interesse geral possa ser incrementado o progresso industrial.

⁴⁴ Ibidem, p. 460-461.

⁴⁵ ASCARELLI, Tulio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quorum, 2008, p. 457.

Pois bem. Uma vez que a sociedade anônima tem todas as vantagens acima descritas, qual seria o motivo de tanta preocupação com seus custos de manutenção?

Bom, de fato, há um custo inicial maior que o de uma sociedade limitada. Conforme disposto no artigo 95 da LSA, quando de sua constituição, há necessidade de publicação de seus atos constitutivos, além do burocrático depósito de parte de seu capital social no Banco do Brasil.

Mas há de lembrar, igualmente, a importância do artigo 294 da LSA, o qual Haroldo Duclerc Verçosa⁴⁶ considera aplicável às pequenas companhias fechadas, abaixo transcrito:

Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderá:

I - convocar assembleia-geral por anúncio entregue a todos os acionistas, contra recibo, com a antecedência prevista no artigo 124; e

II - deixar de publicar os documentos de que trata o artigo 133, desde que sejam, por cópias autenticadas, arquivados no registro de comércio juntamente com a ata da assembleia que sobre eles deliberar.

Aliás, foi justamente pensando em sociedades fechadas e de inexpressivo patrimônio que referido artigo foi criado pelo legislador.

Modesto Carvalhosa⁴⁷ bem elucida:

Ao assim determinar, o legislador não excepcionou propriamente o regime de publicidade legal (art. 289). Isso porque a norma presente determina que todos os atos sociais de convocação por carta, bem como as atas e balanços deverão ser rigorosamente arquivados na Junta Comercial. Um dos fundamentos do regime de publicidade – presunção de conhecimento por terceiros – foi preservado. Já o outro – ampla

⁴⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial. 3ª ed. Ver. Atual e ampl.** – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p. 717

⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas, 4º volume: tomo II, arts. 243 a 300: Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009.** 4ª ed. Ver. E atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 294

divulgação dos atos sociais, ou seja, a publicação destes – foi, dispensado. Ao assim determinar, o legislador atendeu ao fim social, permitindo que pequenas empresas de cunho familiar e inexpressivo patrimônio possam revestir o tipo de sociedade anônima. Essa a compreensão finalista da norma ora estudada, levando-se em conta sua utilidade social e o contexto em que está inserida.

Ou seja, em se tratando de uma sociedade anônima fechada de patrimônio ainda inexpressivo, o legislador foi benevolente no sentido de dispensa-la de custos referentes às publicações.

Trazendo essa perspectiva para o ecossistema das *startups*, tem-se, pois que o único custo que a *startup* deverá se preocupar enquanto não possuir mais de 20 (vinte) acionistas e seu patrimônio líquido for inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), será tão somente a publicação de seus atos constitutivos.

Ficará, portanto, dispensada de realizar publicações para convocação de assembleias, bem como de suas demonstrações financeiras. Mas então só existem vantagens em constituir uma sociedade anônima?

Muito embora a dispensa de publicações mencionada na seção anterior sugira que a sociedade anônima (que se enquadra nos requisitos mencionados) atende, do ponto de vista econômico, aos mesmos propósitos da sociedade limitada, não é assim tão verdade quando o tema se refere à carga tributária.

Conforme observado anteriormente, a LC 123/06 veda a constituição de microempresas ou empresas de pequeno porte sob a forma de sociedade anônima, o que, por sua vez, impede que a sociedade anônima adote o Simples Nacional – um regime fiscal economicamente mais privilegiado.

De igual modo, ao ser impossibilitada de enquadrar-se como microempresa ou empresa de pequeno porte, a sociedade anônima deixa de usufruir de todos os benefícios trazidos pela Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016 (“LC 155/16”), que além de ter simplificado a metodologia de apuração do imposto pelo Simples Nacional, finalmente trouxe maior segurança às relações entre investidores anjo e *startups*.

Em breve síntese, a LC 155/16 consagra principalmente a utilização de um modelo de contrato de participação, em substituição aos instrumentos de financiamento descritos anteriormente, e que permite que o aporte do investidor não integre o capital social da investida e, portanto, que o investidor não participe do quadro societário da sociedade.⁴⁸

⁴⁸ Nesse sentido, em nenhuma hipótese seria o investidor anjo responsável por qualquer dívida da sociedade, inclusive, na hipótese de desconsideração da personalidade jurídica (Art. 61-A, §4, II).

5. CONCLUSÕES

Diante de todos os argumentos, notícias, informações e doutrina pesquisada, podemos concluir do presente trabalho as seguintes considerações:

a) não existe uma definição específica sobre o que é uma *startup*, mas possível concluir que se trata de uma empresa em estágio inicial, cujo modelo de negócio tem a pretensão de ter potencial de crescimento em larga escala;

b) em se tratando de empresas em estágios iniciais, as *startups* estão inseridas em mercados de alto risco, podendo ser classificadas - a depender da fase e faixa de investimento que buscam – nos mercados *seed capital* ou *venture capital*;

c) um dos objetivos primordiais de uma *startup* é a captação de investimentos, os quais as empresas o fazem por meio de *equity* ou *debt*, sendo que o *equity crowdfunding* da maneira como é realizada no Brasil caracteriza-se como *debt* e pode vir a se tornar *equity*;

d) o *equity crowdfunding* pode ser muito bem considerado como *debt*, pois na prática é celebrado uma *convertible note* ou título de dívida – a qual o Brasil adaptou para o contrato de mútuo conversível – na qual o investidor investe dinheiro à *startup* na forma de mútuo, podendo, ao seu critério, converter referido mútuo em participação societária na *startup*;

e) a oferta pública acerca da participação das *startups* realizadas pelas plataformas de *equity crowdfunding* é, sim, um valor mobiliário, nos termos da Lei 6.385/76, em seu inciso IX, todavia, a ICVM 400 trouxe a dispensa de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários por empresas de pequeno porte e microempresas, limitado a um valor máximo de captação de recursos;

f) ao longo dos anos, muitas críticas foram realizadas à ICVM 488, dentre as quais, a de que a *startup* que pretendesse se cadastrar em um dos sites/plataformas de *equity crowdfunding* com a dispensa do registro prévio da CVM, não

lhe restava opção senão a de se constituir na forma de sociedade empresária limitada (de pequeno porte ou microempresa);

g) a ICVM 588 trouxe significativas mudanças ao *equity crowdfunding*, dentre as quais destacamos o conceito de sociedade empresária de pequeno porte;

h) graças a ICVM 588, é possível que as *startups* que desejem participar do *equity crowdfunding* por meio das plataformas online, constituam-se em sociedades anônimas;

i) a sociedade limitada tem sua importância na história do país, mas lhe falta instrumentos para aprimorar sua utilização pelas *startups*;

j) ainda que consideremos que a relação entre investidor e *startup* aperfeiçoada pelo contrato de mútuo conversível com previsão inclusive de cláusulas que outorgam ao investidor direitos inerentes aos sócios não configura sociedade de fato, é possível que os tribunais brasileiros entendam o contrário, em especial a justiça do trabalho;

k) a sociedade anônima considerada pequena não é tão custosa quanto se pensa, haja vista a dispensa de realizar publicações para convocação de assembleias, bem como de suas demonstrações financeiras caso tenha menos de 20 (vinte) acionista e patrimônio líquido inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais);

l) pela impossibilidade de a sociedade anônima enquadrar-se como microempresa ou empresa de pequeno porte, a sociedade anônima deixa de usufruir de todos os benefícios trazidos pela LC 155/16, tais como: a adesão ao Simples Nacional e a possibilidade de que o aporte do investidor não integre o capital social da sociedade nos contratos de investimento anjo, popularmente denominados;

m) uma das exigências dos investidores após a realização dos investimentos é que a *startup* seja transformada do tipo societário de sociedade limitada para sociedade anônima;

n) no formato de sociedade anônima, a *startup* terá muito mais praticidade no que diz respeito a transferência das ações de seu capital social, emissão de valores mobiliários – podendo se valer da debênture conversível e não mais da prática brasileira por meio do mútuo conversível -; ações em tesouraria, entre outros diversos mecanismos previstos na LSA, trazendo, pois, maior segurança tanto aos empreendedores quanto aos investidores.

Feitas todas essas considerações, concluímos, portanto, que a sociedade limitada não é mais a única opção disponível à *startup* que pretenda captar investimentos por meio do *equity crowdfunding*. Conforme verificamos, há a possibilidade, atualmente, de a *startup* escolher outro tipo societário, como por exemplo, o de sociedade anônima.

Obviamente, há vantagens e desvantagens em cada tipo societário conforme exposto durante todo o presente trabalho, dos quais ficará a critério do empreendedor a decisão de escolha.

Por fim, a resposta a que se propôs ao questionamento do presente trabalho não é estanque, tampouco tem o intuito de esgotar o assunto, mas possível concluir que a sociedade limitada não é mais a melhor opção de constituição para uma *startup*, tendo em vista a possibilidade de escolha de outros tipos societários, como por exemplo, a sociedade anônima que trouxemos à análise.

6. BIBLIOGRAFIA

ABRÃO, Nelson. Sociedades Limitadas. 9 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

ASCARELI, Tulio. Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. São Paulo: Quorum, 2008

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. Finanças Empresariais. Tradução de Christiane de Brito Andrei, Porto Alegre: Bookman, 2009

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. Principles of corporate finance. 8. Ed. Nova Iorque: The McGraw-Hill, 2006

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. 10 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CAMARGO, André Antunes Soares de. A pessoa jurídica: um fenômeno social antigo, recorrente, multidisciplinar e global. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). Direito societário contemporâneo I. São Paulo: Quartie Latin, 2009.

CAMPINHO, Sérgio. O direito de empresa à luz do novo Código Civil. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 4º volume: tomo II, arts. 243 a 300: Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009. 4ª ed. Ver. E atual. São Paulo: Saraiva, 2011

DAMODARAN, Aswath. Finanças corporativas: teoria e prática. 2ª ed. Tradução de Jorge Ritter, Porto Alegre, Bookman, 2004

DOLLINGER, Marc. J. Entrepreneurship: strategies and resources. 2. Ed. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1999

EIZIRIK, Nelson. A lei das S/A comentada. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011

FERREIRA, José Antonio Stark. Finanças corporativas: conceitos e aplicações. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005

ENEI, José Virgílio Lopes. O capital de risco e o private equity no Brasil. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011.

FILHO, Alfredo Lami Filho. Temas de S.A. Rio de Janeiro: renovar, 2007

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis / PROENÇA, José Marcelo Martins. DIREITO SOCIETÁRIO: tipos societários/coordenadores Maria Eugênia Reis Finkelstein, José Marcelo Martins Proença – 2ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2014

GAINO, Itamar. Responsabilidade dos sócios na sociedade limitada. São Paulo: Saraiva, 2005.

LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009

LUCENA, José Waldecy. Das sociedades limitadas. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Controle não societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARCONDES, Sylvio. Questões de Direito Mercantil, 1977, Edição Saraiva S.A. – Livreiros Editores

MARQUES, Rafael Younis. Notas Conversíveis no *Equity Crowdfunding*: Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor. Coleção Academia-Empresa 14. Col. Academia – Empresa 14, Quartier Latin, 2015

MARTINS, Fran. Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005

OLIVEIRA, Celso Marcelo de. Tratado de direito empresarial brasileiro: teoria geral do direito societário. 1 ed. Campinas, 2004.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada. In: WALD, Arnaldo (org.) Doutrinas essenciais: direito empresarial. São Paulo: RT, 2011. Vol. VIII, cap. 6

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. Direito Empresarial esquematizado. São Paulo: Método, 2011.

REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial. 25.ed. São Paulo: Saraiva, 2003

SILVA, Américo Luís Martins da Silva. Sociedades empresariais. Rio de Janeiro: Forense, 2006

SOUZA, Sueli Baptista de. Responsabilidade dos sócios na sociedade limitada: aspectos legais e constitucionais. São Paulo: Quartier Latin: 2006.

SUNDFELD, Carlos Ari. Fundamentos de direito público. 4 ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Atualizado por Syllas Tozzini e Renato Berger. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Direito Comercial. 3ª ed. Ver. Atual e ampl. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014

SITES

<http://revistagalileu.globo.com/Revista/Common/0,,ERT204680-17773,00.html> –

Acessado em 14.09.2017.

<https://projetodraft.com/a-selecao-natural-do-crowdfunding-no-brasil-hoje-ha-mais-arrecadacao-e-menos-plataformas/> - Acessado em 14.09.2017.

<http://exame.abril.com.br/pme/o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

<https://conteudo.startse.com.br/startups/lucas-bicudo/afinal-o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

<http://www.sobreadministracao.com/o-que-e-uma-startup/> - Acessado em 12.09.2017.

<http://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2013/08/quando-paramos-de-chamar-uma-empresa-de-startup.html> - Acessado em 12.09.2017

<http://www.dcomercio.com.br/categoria/inovacao/quando-uma-empresa-deixa-de-ser-uma-startup> - Acessado em 12.09.2017

<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf> - Acessado em 12.09.2017.

<https://www.broota.com.br/como-funciona> - Acessado em 12.09.2017.

<https://www.empresometro.com.br/> - Acessado em 13.09.2017.