

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS – UFAL
FACULDADE DE DIREITO DE ALAGOAS – FDA

TALMANY LEITE PEREIRA

**Análise de estruturas societárias e de contratos na constituição e no investimento de
startups no Brasil**

Maceió

2022

TALMANY LEITE
PEREIRA

**Análise de estruturas societárias e de contratos na constituição e no investimento
de *startups* no Brasil**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
à Faculdade de Direito de Alagoas
(FDA/UFAL) como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Me. Fernando Antônio
Jambo Muniz Falcão

FERNANDO ANTONIO JAMBO
MUNIZ FALCAO:78718538487

Assinado de forma digital por FERNANDO
ANTONIO JAMBO MUNIZ
FALCAO:78718538487
Dados: 2022.12.15 11:51:22 -03'00'

Maceió

2022

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico
Bibliotecária: Taciana Sousa dos Santos – CRB-4 – 2062

P436a Pereira, Talmany Leite.
Análise de estruturas societárias e de contratos na constituição e no investimento de *startups* no Brasil / Talmany Leite Pereira. – 2022.
72 f. : il. color.

Orientador: Fernando Antônio Jambo Muniz Falcão.
Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Direito) –
Universidade Federal de Alagoas. Faculdade de Direito de Alagoas.
Maceió, 2022.

Bibliografia: f. 66-70.

1. Estruturas societárias. 2. *Startups* – Investimento. 3. Investimento – Contratos. I. Título.

CDU: 347.44: 658.1

Folha de Aprovação

AUTOR: TALMANY LEITE PEREIRA

(Análise de estruturas societárias e de contratos na constituição e no investimento de startups no Brasil / Trabalho de Conclusão de Curso do Curso de Bacharelado em Direito, da Universidade Federal de Alagoas, na forma normalizada e de uso obrigatório).

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Alagoas (FDA/UFAL) como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

FERNANDO ANTONIO JAMBO
MUNIZ FALCAO:78718538487

Assinado de forma digital por FERNANDO ANTONIO JAMBO MUNIZ
FALCAO:78718538487
Dados: 2022.12.15 11:51:22 -03'00'

Prof. Me. Fernando Antônio Jambo Muniz Falcão, Universidade Federal de Alagoas
(Orientador)

Banca Examinadora

Documento assinado digitalmente
 QUERINO MALLMANN
Data: 14/12/2022 17:42:18-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Prof. Dr. Querino Mallmann, Universidade Federal de Alagoas
(Examinador Interno)

ASSINADO DIGITALMENTE
EDUARDO PHILIFE MAGALHAES DA SILVA
A conformidade com a assinatura pode ser verificada em:
<http://serpro.gov.br/assinador-digital> 

Mestrando Eduardo Philife Magalhães da Silva, Universidade Federal de Alagoas
(Examinador Interno)

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Talmany Falcão Pereira e Luiza Aline Leite Pereira, por nunca terem medido esforços para me proporcionar um ensino de qualidade durante toda a minha vida.

A minha irmã, Talyne Leite Pereira, por, além de ser companheira de curso, ser minha companheira de vida.

A toda minha família por acreditar em mim e sempre me incentivar a ir além do que é comum.

Aos professores, Prof. Me. Fernando Antônio Jambo Muniz Falcão, meu orientador, e Profa. Dra. Juliana de Oliveira Jota Dantas, pelas correções e ensinamentos que me permitiram apresentar um melhor desempenho no processo de construção da monografia

Aos meus colegas de turma, por compartilharem comigo tantos momentos de descobertas e aprendizado e por todo o companheirismo ao longo deste percurso. Ao Movimento Empresa Júnior, em especial à Legis Consultoria Jurídica, Empresa Júnior de Direito da Universidade Federal de Alagoas, a qual tenho o privilégio de ser cofundador, à FEJEA (Federação das Empresas Juniores do Estado de Alagoas) e a Brasil Júnior (Confederação Brasileira de Empresas Juniores), que me apresentaram um novo mundo e que transformaram em uma pessoa multidisciplinar, apaixonada por me desafiar e mudar realidades.

A todos da ACE Cortex, pelos aprendizados práticos no trabalho com *startups* e no fornecimento de dados e materiais que foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

A todas as pessoas com quem tive o privilégio de ter momentos especiais ao longo desses anos de curso e de trabalho, que certamente me incentivaram e fizeram a diferença na minha formação acadêmica.

RESUMO

A presente monografia possui o caráter revisional e tem como objetivo principal de abordar as estruturas societárias e contratuais mais utilizadas no Brasil para a constituição e para o investimento em *startups*, apontando suas características, razões para a utilização de cada estrutura e o momento mais adequado para tanto, além dos riscos legais inerentes a cada escolha. Em relação às estruturas societárias, serão estudadas a sociedade limitada, a sociedade anônima e a sociedade em conta de participação. No que tange às estruturas de investimento, serão analisadas a obtenção de participação societária, o mútuo conversível em participação societária e as debêntures conversíveis, a opção de compra de participação societária e o contrato de participação. Por fim, serão apresentadas as cláusulas contratuais específicas comumente utilizadas em contratos de investimento e outros instrumentos contratuais correlatos às estruturas de investimento em *startups*. Utilizou-se para o desenvolvimento do presente trabalho o levantamento da bibliografia relacionada com o objeto de estudo em livros e artigos científicos, bem como a legislação correlata. Nesse sentido, a razão de optar pela elaboração do presente trabalho, além de abordar as principais estruturas societárias e contratuais que são mais adequadas às *startups* brasileiras, é também para disseminar o conhecimento jurídico tanto para os empreendedores, dentro das *startups*, bem como para os investidores desses empreendimentos e que tem como grande diferencial o ineditismo. É importante adicionar que, por mais que haja cerca de uma década que o termo *startup* se popularizou no Brasil, a Lei Complementar nº 18/2021, que instituiu o marco legal das *startups*, foi sancionada há cerca de um ano, apenas. Portanto, há uma grande oportunidade de esclarecer o negócio jurídico brasileiro, no que tange ao desenvolvimento de startups e ampliar o acesso a informações cruciais para a constituição e para o investimento de mais negócios em diversos setores, potencializando, assim, o desenvolvimento e a inovação no país.

Palavras-chave: *Startups*; estruturas societárias; contratos de constituição e investimento.

ABSTRACT

This monograph has the main objective of approaching the corporate and contractual structures most used in Brazil for the incorporation and investment in *startups*, pointing out their characteristics, reasons for using each structure and the most appropriate time for it, in addition to the risks laws inherent in each choice. In relation to the corporate structures, the limited liability company, the limited liability company and the limited liability company will be studied. With regard to investment structures, the acquisition of equity interest, the loan convertible into equity interest and convertible debentures, the option to purchase equity interest and the participation agreement will be analyzed. Finally, specific contractual clauses commonly used in investment contracts and other contractual instruments related to *startup* investment structures will be presented. It was used for the development of the present work the survey of the bibliography related to the object of study in books, scientific articles, as well as the related legislation. In this sense, the reason for choosing the preparation of this work, in addition to addressing the main corporate and contractual structures that are more suitable for Brazilian *startups*, is also to disseminate legal knowledge both for entrepreneurs, within *startups*, as well as for investors in these ventures. It is important to add that, despite the fact that the term *startup* has been popularized in Brazil for about a decade, Complementary Law n° 18/2021, which established the legal framework for *startups*, was sanctioned only about a year ago. Therefore, there is a great opportunity to expand access to crucial information for the creation and investment of more businesses in different sectors, thus generating development and enhancing innovation in the country.

Keywords: *Startups*; corporate structures; incorporation and investment contracts.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Tamanho do aporte para investidor-anjo.....	16
Figura 2. Tamanho do aporte para fundos de <i>seed capital</i>	18
Figura 3. Tamanho do aporte para <i>crowdfunding</i> de investimento.....	20
Figura 4. Representação gráfica para a adequação legal da <i>startup</i>	65

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 DELINEAMENTOS DAS <i>STARTUPS</i> PARA A COMPEENSÃO NO DIREITO BRASILEIRO	12
2.1 O CICLO DE VIDA JURÍDICO DAS <i>STARTUPS</i>	12
2.2 ESPÉCIES DE INVESTIDORES	13
2.2.1 Investidor-anjo.....	15
2.2.2 Fundos de investimento.....	16
2.2.3 <i>Crowdfunding</i> de investimentos.....	19
2.3 DESINVESTIMENTOS.....	21
2.3.1 Venda de participação.....	21
2.3.2 Abertura de capital.....	21
3 ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS NO DIREITO BRASILEIRO MAIS ADEQUADA AOS OBJETIVOS DAS <i>STARTUPS</i>	23
3.1 SOCIEDADE LIMITADA EMPRESÁRIA	24
3.2 SOCIEDADE ANÔNIMA	27
3.3 SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO	31
4 ESTRURAS DE INVESTIMENTO EM <i>STARTUPS</i> NO BRASIL	36
4.1 A OBTENÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	36
4.2 O MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	41
4.3 AS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	46
4.4 A OPÇÃO DE COMPRA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	49

4.5 CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO	52
5 CLÁUSULAS USUAIS EM CONTRATOS DE INVESTIMENTO E OUTROS INSTRUMENTOS CORRELATOS.....	55
5.1 CLÁUSULAS USUAIS EM CONTRATOS DE INVESTIMENTO	55
5.1.1 Não Competição (<i>non-competete</i>) e Não Solicitação (<i>non-solicitation</i>)	55
5.1.2 <i>Lock-up Period</i> e <i>Standstill Period</i>	56
5.1.3 <i>Tag Along</i> e <i>Drag Along</i>	57
5.2 ACORDO DE CONFIDENCIALIDADE (<i>NON-DISCLOSURE AGREEMENT</i>).....	58
5.3 CARTAS DE INTENÇÕES (<i>LETTER OF INTENT</i>) E MEMORANDO DE ENTENDIMENTOS (<i>MEMORANDUUM OF UNDERSTANDING</i>)	59
CONCLUSÃO.....	62
REFERÊNCIAS	66
GLOSSÁRIO	71

1 INTRODUÇÃO

Startup é um termo que possui origem na língua inglesa, cujo significado original, em tradução livre, é “o ato ou processo de iniciar uma operação ou movimento”¹. Há algumas décadas, porém, vem sendo muito empregado para referir-se a negócios recém-constituídos, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso, que buscam atingir um crescimento rápido, apoiando-se para tanto na oferta de produtos ou serviços inovadores aos olhos do mercado em que estão utilizando-se da internet ou outras tecnologias^{2,3}.

Em que pese envolvam um elevado grau de risco, uma quantidade relevante de empreendimentos vem sendo realizados na forma de *startups* ao redor do mundo, em especial por possuir uma característica enxuta, baixo investimento inicial e possibilidade de rápido crescimento. Conforme relatório elaborado em 2017 pela Funderbeam⁴ (Plataforma europeia de investimentos em *startups* em estágio inicial), há uma média de 5 *startups* a cada cem mil habitantes na Europa, sendo que esse número é bem maior em alguns países, como, por exemplo, Islândia (38), Irlanda (34), Estônia (31), Finlândia (22), Israel (21), Reino Unido (15), Dinamarca (14), Holanda (11), Suécia (10) e França (8).

A partir dos anos de 1990, o empreendimento por meio de *startups* tem crescido de maneira acelerada; inicialmente no Vale do Silício, na Califórnia, Estados Unidos da América (EUA), para em seguida alastrar-se rapidamente ao redor do mundo. Em pesquisa realizada em setembro de 2017 pela Associação Brasileira de *Startups* (ABStartups)⁵, em parceria com a Accenture, 83,41% das mais de mil *startups* brasileiras analisadas foram fundadas nos quatro anos anteriores à pesquisa, sendo que 45,82% das *startups* avaliadas tinham dois anos ou menos de existência. Esses números demonstram o crescimento na quantidade de *startups* no Brasil nos últimos anos.

No Brasil, *startups* vêm ocupando espaço nobre na mídia especializada há aproximadamente uma década, e cada vez mais com maior regularidade, movimentando grandes quantias e colaborando para a economia do país. Corroborando com esse cenário, em

¹ “‘Startup.’ 1. The act or process of setting into operation or motion” (STARTUP, 2011, p. 142).

² RIES, 2012, p. 24.

³ FALCÃO, 2017, p. 18.

⁴ FUNDERBEAM, 2017, p. 7.

⁵ ABSTARTUPS, 2017, p. 28.

2017, apenas os investimentos realizados por fundos de *venture capital* em *startups* brasileiras atingiu oitocentos e sessenta milhões de dólares⁶.

É de comum acordo que a legislação aplicada às *startups* é a mesma cabível aos demais empreendimentos legalmente definidos no Brasil. Contudo, em razão das características próprias das *startups*, há particularidades a serem exploradas, que justificam a elaboração da presente análise.

Assim sendo, é importante ressaltar que os empreendedores e investidores brasileiros, em sua maioria, ainda estão aprendendo a lidar com essa forma de investimento e as suas particularidades em relação aos empreendimentos tradicionais e às *startups* americanas, que espelham as *startups* nascidas e regulamentadas em território nacional.

De igual maneira, as questões jurídicas que envolvem *startups* apenas recentemente começaram a ser mais discutidas no Brasil. Nos últimos anos, tem sido mais comum encontrar artigos e trabalhos que versem sobre o tema, porém em sua maioria tratando de questões específicas.

Nesse contexto, incontestavelmente recente, foi aprovada a Lei Complementar nº 18/2021, que instituiu o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Depois de muitas discussões técnicas e idas e vindas nos trâmites legislativos, o Marco Legal das *Startups* foi sancionado. Com a norma, nasce uma esperança de sanar diversos problemas do ambiente empreendedor para a inovação do Brasil e um novo veículo legal para o desenvolvimento econômico, social e ambiental, para valorizar a liberdade contratual e segurança jurídica, promovendo o investimento e aumento da oferta de capital direcionado para as iniciativas inovadoras.

Diante disso, essa é a razão de optar por elaborar o presente trabalho, e assim abordar as principais estruturas societárias e contratuais que são mais adequadas às *startups*, provenientes da atual legislação e doutrina reconhecida no Brasil.

⁶ OLIVEIRA, 2018, p. 1.

2 DELINEAMENTOS DAS *STARTUPS* PARA A COMPEENSÃO NO DIREITO BRASILEIRO

2.1 O CICLO DE VIDA JURÍDICO DAS *STARTUPS*

As *startups* são fundadas com o objetivo de explorar uma nova oportunidade de mercado, independentemente do setor, e assim alcançar um rápido crescimento podendo, em poucos anos, atingir atratividade suficiente para serem vendidas por valores múltiplas vezes superior ao investimento inicial realizado.

Dessa forma, são negócios criados para ter um ciclo de vida mais curto enquanto *startup*, sendo que, após esse período e em caso de sucesso, atingirão o patamar de empresas consolidadas, deixando de ser consideradas “*startups*”.

A criação de uma *startup* passa inicialmente pelo campo da ideia e, geralmente, demanda um certo período até que o empreendedor decida que sai criação está madura para sair do papel e merecer dedicação maior de tempo e financeira.

Mesmo quando o empreendedor começa a dedicar-se mais ativamente à materialização da sua *startup*, não é incomum que ele prefira esperar mais um pouco até constituir legalmente o seu negócio. Essa espera muitas vezes acontece para reduzir custos, outras vezes pela falta de investimento de tempo para trazer segurança jurídica e, em alguns casos, por não ter definido ainda qual estrutura mais adequada para o negócio.

Independentemente de ocorrer de início ou mais adiante, em algum momento o empreendedor precisará formalizar a sua *startup*, tanto para garantir-lhe segurança jurídica, como para possibilitar o recebimento de um investimento. É então que tem início formalmente o ciclo de vida jurídico de uma *startup*, embora anteriormente possa ser caracterizada a existência de uma sociedade em comum.

Quando na constituição da sociedade, é possível que o empreendedor já tenha algum sócio investidor, como um amigo ou familiar que ajudou a capitalizar a *startup* nesse momento inicial ou até mesmo um investidor anjo. Caso o empreendedor não possua recursos financeiros próprios para sustentar integralmente o período em que a *startup* ainda não terá retorno financeiro, e não tenha recebido um investimento inicial, ele invariavelmente precisará buscar uma forma de capitalizar esse negócio.

É comum também que, em fase inicial, as *startups* recorram a incubadoras ou

aceleradoras⁷, para buscarem auxílios de diversas formas, sendo elas, infraestrutura, espaço físico, mentoria, *networking* e até mesmo financeiro. Esses auxílios não raramente são prestados inclusive antes de a *startup* estar juridicamente constituída.

Em cada fase da *startup*, há uma espécie de investidor mais propensa para aportar recursos. Da fase de menor maturação do negócio para a fase de maior consolidação, essas espécies são: investidor-anjo, *crowdfundind* de investimento, fundo de *seed capital*, fundo de *venture capital* e fundo de *private equity*, que serão conceituados e desenvolvidos à frente.

Assim sendo, é muito comum que uma *startup* precise de mais de uma rodada de investimentos até que esteja consolidada no mercado. Por isso, os investimentos recebidos precisam ser formalizados por uma das diversas formas possíveis, entre elas: obtenção de participação societária, mútuo conversível em participação societária, debêntures conversíveis em participação societária, opção de compra de participação societária e contrato de participação.

Caso a *startup*, obtenha sucesso, será então o momento de o empreendedor e os investidores prepararem-se para saírem da sociedade ou para reduzirem suas participações societárias, podendo assim obter lucro almejado. Este movimento poderá ocorrer tanto por meio da venda direta da participação societária para terceiros como por meio da abertura do capital da sociedade para negociação em bolsa e consequente alienação do todo ou parcela de suas ações no mercado de valores mobiliários.

Desta forma, encerra-se o ciclo de vida jurídico de uma *startup*.

2.2 ESPÉCIES DE INVESTIDORES

Para o desenvolvimento de uma *startup* é imprescindível que haja investimento financeiro. Afinal, a despesa operacional e administrativa de uma nova empresa é significativa. Assim, é possível buscar investimento interno ou externo ou até ambos.

Pode-se considerar investimento interno aquele que a *startup* realiza com recursos próprios. Na prática, raramente um negócio em estágio inicial possui maneiras de se manter além dos recursos internos, uma vez que passa por períodos consideráveis até validar, testar e implementar seu produto ou serviço e, aí sim, ter retorno financeiro. Por isso, acaba por depender de recursos do próprio empreendedor para aportar a *startup*.

Ocorre que o processo de desenvolvimento de uma *startup* pode ser longo e decerto

⁷ MATOS, 2013, p. 1.

custoso, assim, raramente o empreendedor é capaz suportar todo o período de validação e amadurecimento apenas com investimento próprio. Dessa forma, é extremamente importante que a *startup* consiga angariar investimentos externos para ser possível seu rápido crescimento e sucesso. De tal modo, como explícito no próprio termo, o empreendedor busca por também por recursos de pessoas físicas ou jurídicas que não fazem parte da *startup*.

Os empreendedores acabam tendo a necessidade de diversificar os investimentos externos, uma vez que meios mais tradicionais, como empréstimos bancários, possuem alta complexidade burocrática, taxas elevadas⁸ e requisitos que muitas vezes não conseguem ser atingidos pelas *startups*.

Em uma fase inicial, é comum que esses aportes sejam realizados por familiares e amigos⁹ dos empreendedores, que acreditam não só no potencial do negócio, mas também das pessoas que estão à frente e por isso buscam por ajudar., sem exigir grandes explicações ou formalidades.

Esse tipo de auxílio, porém, não costuma ser suficiente para sustentar o negócio por grandes períodos, razão pela qual os fundadores precisam buscar outras formas de reduzir custos e angariar recursos.

Duas dessas formas são aceleradoras e incubadoras, como dito anteriormente. As outras formas mais comuns são por meio de investimentos realizados por investidores-anjo, fundos de investimento e *crowdfunding* de investimento, embora também seja possível que as *startups* consigam aportes advindos diretamente de pessoas físicas que não se encaixam nas opções supracitadas.

Vale ressaltar que, embora a abertura de capital seja utilizada como uma forma de levantar recursos externos, esta será abordada nas opções de desinvestimento, uma vez que, quando a *startup* está madura o suficiente para ter suas ações negociadas em bolsa, via de regra, ela já não é mais considerada uma *startup*, mas sim, como retratamos anteriormente, uma empresa consolidada e madura.

Tendo em vista que investimentos realizados por investidores-anjo, fundos de investimento e *crowdfunding* de investimentos são mais recorrentes no mercado do que àqueles

⁸ No site do Banco Central do Brasil é possível verificar as taxas de juros aplicadas pelas instituições bancárias para pessoas jurídicas. A média, no período de 30 de julho de 2018 a 03 de agosto de 2018, é de 36,49% ao ano e 17,14% ao ano, respectivamente, no pré-fixado e no pós-fixado, para capital de giro com prazo até 365 dias, e de 23,09% ao ano e 15,53% ao ano, respectivamente, no pré-fixado e no pós-fixado, para capital de giro com prazo superior a 365 dias (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

⁹ KOTHA; GEORGE, 2012, p. 527.

realizados por pessoas físicas, dar-se-á foco na abordagem destas três formas de investimento aqui mencionados.

2.2.1 Investidor-anjo

Um investidor-anjo é uma pessoa que injeta capital próprio em uma empresa cuidadosamente selecionada, em troca de retorno sobre o lucro do valor aplicado. É um dos tipos de investimentos para *startups* mais procurados por empreendedores para dar celeridade no desenvolvimento do negócio. Este, além de auxiliar financeiramente, com recursos próprios, oferecem também suas experiências empresárias para ajudá-los a alavancar o negócio, os apoiando e auxiliando em decisões estratégicas, porém sem envolvimento direto na gestão. Diferenciam-se, assim, conceitualmente, dos investidores tradicionais, os quais limitam-se a aportar recursos¹⁰.

De tal modo, resta claro como um investidor-anjo possui grande relevância para o crescimento da *startup*, visto que aporta no negócio muito mais do que o montante de dinheiro. Suas experiências anteriores e contatos apresentados geram mais acessos a oportunidades e enormes benefícios, além de atrelar seu nome à *startup*.

Além do conceito doutrinário disposto cima, desde outubro de 2016, o investidor-anjo passou a ser conceituado legalmente com a publicação da Lei Complementar n. 155. Esta definiu o investidor-anjo como a pessoa física ou jurídica que realiza aporte de capital em sociedades enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte com as finalidades de fomento à inovação e investimentos produtivos¹¹. Ademais, referida lei previu que as pessoas enquadradas no conceito legal de investidor-anjo podem investir em *startups* utilizando-se do contrato de participação previsto no §1º do artigo 61-A de referida Lei Complementar 155, trazendo mais uma estrutura de investimento para o setor.

Em relação ao perfil do investidor-anjo, Cassio A. Spina esclarece:

Assim, o investidor-anjo tem como perfil padrão ser um empresário ou executivo de carreira já consolidada, tendo acumulado recursos financeiros suficientes que

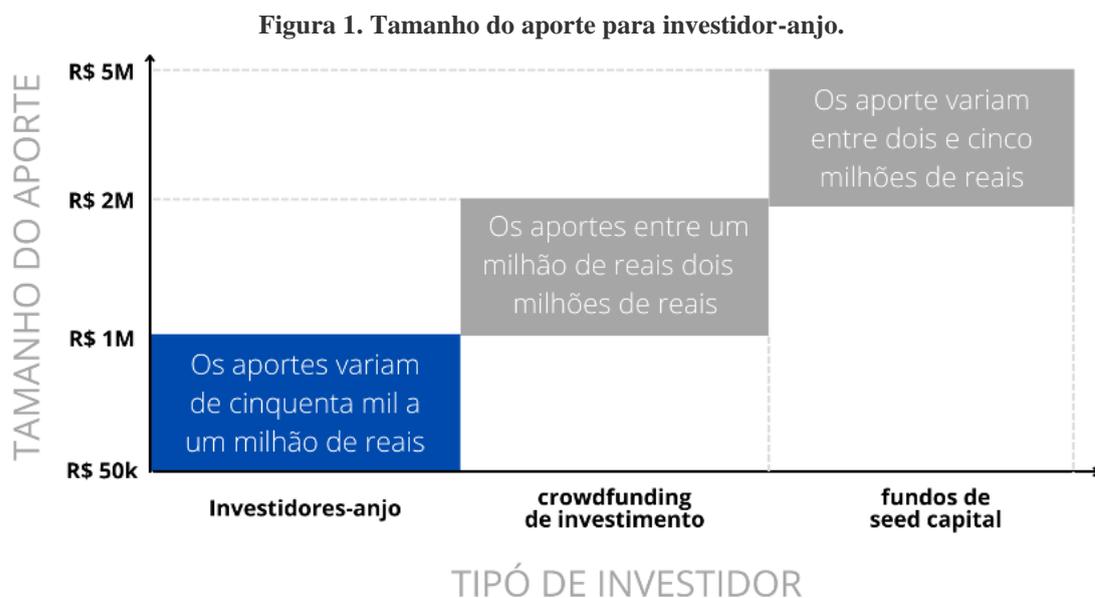
¹⁰ SPINA, 2012, p. 19-20.

¹¹ “Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa. 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos. 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo” (BRASIL, 2016).

permitam efetivar investimentos de risco mais elevado e baixa liquidez e com alguma disponibilidade de tempo para se dedicar a apoiar o empreendedor em seu negócio nascente¹².

E o mesmo autor afirma que os investimentos financeiros realizados por investidores-anjo geralmente variam de cinquenta mil a um milhão de reais, sendo mais comum estarem entre duzentos e cinquenta mil reais e quinhentos mil reais, explicando que os valores mais expressivos costumam ser decorrentes de investimentos realizados por um grupo de investidores-anjo e não por um investidor individual¹³.

Como contrapartida ao investimento realizado, o investidor-anjo recebe uma participação societária na *startup*, ou o direito a uma participação. O acordo realizado entre o investidor e o fundador pode ser formalizado por qualquer uma das formas de investimento que serão apontadas posteriormente, a depender da preferência das partes envolvidas.



Fonte: Elaborada pelo autor.

2.2.2 Fundos de investimento

Os fundos de investimento que têm com objetivo investir em *startups* são regulados pela Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016 (ICVM 578)¹⁴, e são estruturados na forma de

¹² SPINA, 2012, p. 27.

¹³ SPINA, 2012, p. 28.

¹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 1.

fundos de investimento em participação (FIP).

Sendo assim, é comum que o mercado divida esses fundos em *seed capital*, fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*¹⁵, conforme o objetivo do investimento, embora valha a ressalva para a ICVM 578, que foi instituída uma classificação diferente.

Os fundos de *seed capital*, em tradução literal, fundos de capital semente, são fundos de investimento “que utilizam recursos de terceiros, normalmente obtidos junto a órgãos e a agências governamentais que tenham interesse em incentivar o desenvolvimento de negócios no país, tais como BNDES, Finep, SEBRAE etc”¹⁶, para investir em *startups*. Os aportes realizados por esses fundos ocorrem, assim como no caso do investimento-anjo, em uma fase mais inicial da *startup*, porém geralmente os fundos de *seed capital* exigem, ao menos, que a *startup* já esteja juridicamente constituída, em alguns casos, indo além do direito, que ela já possua faturamento.

Também para o mercado, os fundos de *venture capital*, ou fundos de capital de risco, por sua vez, são entendidos como aqueles que direcionam seus investimentos para *startups* que, embora estejam em um estágio relativamente inicial, já estão atuando no mercado, gerando receita e em busca de financiamentos para acelerar o seu crescimento¹⁷.

Por fim, os fundos de *private equity* são aqueles que direcionam seus recursos para *startups* em fase de maturação mais adiantada, as quais estão buscando aportes para expandirem e consolidarem-se no mercado. Eles são, via de regra, o último tipo de investidor a aportar recursos na *startup* antes de ela atingir um patamar e estabilidade suficientes para que possa ser reconhecida pelo mercado como uma empresa consolidada e não mais *startup*. Inclusive, observa-se que em algumas situações de aportes feitos por fundos de *private equity*, o objetivo é preparar a *startup* para, no momento seguinte, abrir seu capital.

A importância dessa distinção realizada pelo mercado é deixar claro as diferenças e objetivos de investimento de cada fundo.

Vale ressaltar que os investimentos realizados tendem a ser maiores quanto mais avançada for a fase de maturação das *startups*. Dessa forma, os valores aportados pelos fundos de *seed capital* costumam variar entre dois e cinco milhões de reais. Aqueles investidos pelos fundos de *venture capital* atingem, em média, entre cinco e trinta milhões de reais; enquanto os

¹⁵ ABVCAP, 2014, p. 32.

¹⁶ SPINA, 2012, p. 40.

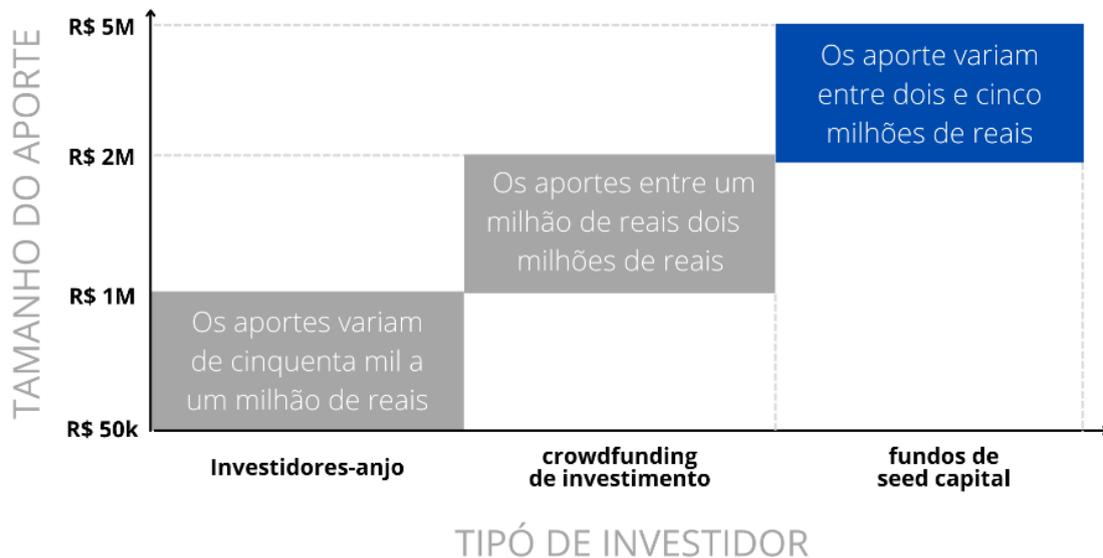
¹⁷ SPINA, 2012, p. 41-42.

valores disponibilizados por fundos de *private equity* costumam superar os trinta milhões de reais¹⁸.

Embora essa espécie de investimento não agregue os mesmos benefícios não financeiros às *startups*, como nos investimentos-anjo, implicam em uma burocracia maior tanto no momento da realização do investimento quanto nas fases de acompanhamento posteriores, e de uma ingerência nas *startups* por parte dos fundos, por exemplo, participando do conselho administrativo, indicando administradores, participando de decisões estratégicas etc, ela traz vantagem de envolver aportes maiores do que os advindos de investidores-anjo.

A propósito, não é incomum que os fundos de investimento, principalmente os de *seed capital*, tenham interesse em aportar recursos em *startups* que já receberam investimento de investidor-anjo. Eles, inclusive, costumam avaliar o envolvimento do investidor-anjo de maneira positiva, por entenderem que a presença deste aumenta chances de sucesso¹⁹, reforçando a importância dos benefícios não financeiros.

Figura 2. Tamanho do aporte para fundos de *seed capital*.



Fonte: Elaborada pelo autor.

Por sua vez, diferente do que é comum acordo no mercado, a classificação realizada pela ICVM 578 acaba por englobar os três tipos de fundos acima mencionados nas classificações de FIP de capital semente de FIP de empresas emergentes, distinguindo-os de

¹⁸ ABVCAP, 2014, p. 32.

¹⁹ SPINA, 2012, p. 41.

acordo com a receita bruta das sociedades investidas e de seus controladores, bem como consoante o total dos ativos dos controladores.

No primeiro deles, FIP de capital semente, as sociedades investidas devem ter receita bruta anual não superior a dezesseis milhões de reais e não podem ser controladas por sociedade ou grupo de sociedade com ativo total superior a oitenta milhões de reais ou receita bruta anual superior a cem milhões de reais²⁰.

Já nos FIP de empresas emergentes a receita bruta anual das sociedades alvo do investimento não podem ultrapassar trezentos milhões de reais e estas não podem ser controladas por sociedade ou grupo de sociedades cujo total de ativos seja superior a duzentos e, quarenta milhões de reais ou a receita bruta anual seja, maior que trezentos milhões de reais²¹.

2.2.3 *Crowdfunding* de investimentos

O *crowdfunding* de investimento é uma das maneiras de financiamento que busca captar recursos de terceiros para viabilizar projetos ou empreendimentos, coletivamente.

Há quatro modalidades desse tipo de financiamento coletivo. São elas: (a) doação (por meio do qual é feita uma contribuição sem receber nada em troca); (b) recompensa (quem faz o investimento recebe alguma forma de recompensa, que varia dependendo do tamanho do valor oferecido); (c) *equity crowdfunding* (em troca do valor aportado é entregue participação societária da sociedade na qual está investindo); e (d) *debt crowdfunding* (o valor emprestado é devolvido após certo prazo, com correção e juros pré-estabelecido)²².

As modalidades *equity crowdfunding* e *debt crowdfunding* são espécies do

²⁰ “Art. 15. As companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP Capital Semente: I-devem ter receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; §3º As companhias ou sociedades limitadas referidas no caput não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais) no encerramento do exercício Social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. [...]” (COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS, 2016, p. 1).

²¹ “Art. 16. As companhias investidas pelo FIP - Empresas Emergentes: I- devem ter receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; [...] 3 As companhias referidas no caput não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP [...]” (COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS, 2016, p. 1).

²² ANDRADE, 2021, p. 1.

crowdfunding de investimento, que é o utilizado para capitalizar as *startups*.

Para conceituar o *crowdfunding* de investimentos, vale transcrever a definição prevista na Instrução CVM n. 588, de 13 de julho de 2017 (ICVM 588), que o regulamenta:

Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:

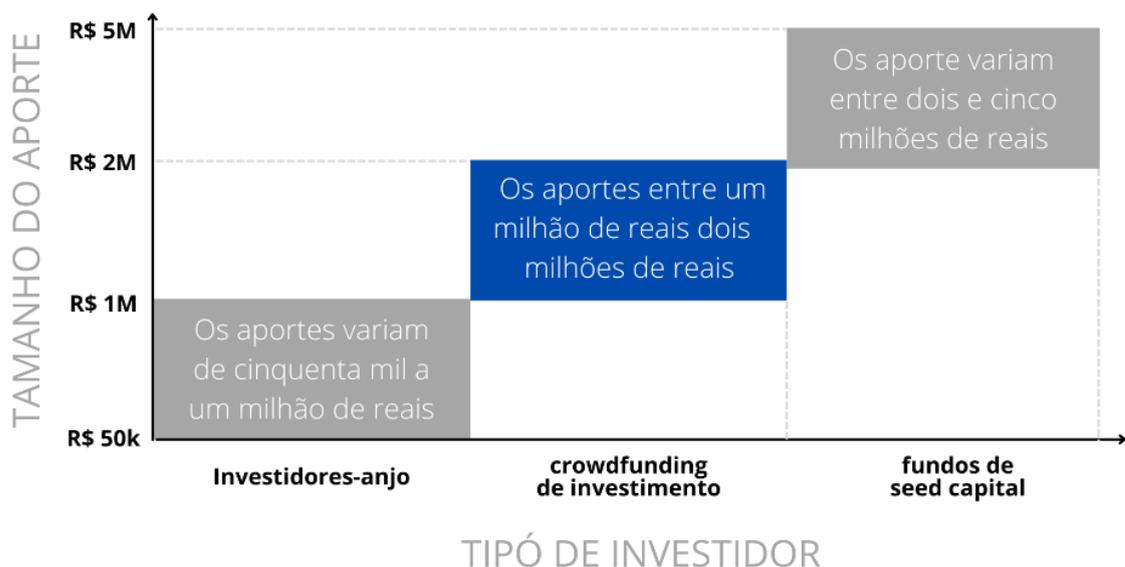
I – *crowdfunding* de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução²³.

Da definição apresentada verifica-se que, para que seja possível a obtenção desse tipo de investimento é necessário utilizar-se de plataforma eletrônica de investimento participativo, a qual aproximará a sociedade investida de seus investidores, intermediará a realização dos investimentos e deverá seguir todas as obrigações a ela atribuídas pela ICVM 588.

A formalização desse tipo de investimento ocorre por obtenção direta de participação societária ou via contrato de mútuo conversível em participação societária, havendo diversas regras e limites impostos pela ICVM 588 que devem ser observados para que seja possível concretizar a captação de recursos.

O crowdfunding de investimento costuma angariar valores que variam entre os geralmente investidos por investidores-anjo e aqueles aportados por fundos de *seed capital*.

Figura 3. Tamanho do aporte para *crowdfunding* de investimento.



Fonte: Elaborada pelo autor.

²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, p. 1.

2.3 DESINVESTIMENTOS

Após a obtenção dos investimentos mencionados, as *startups* possuem, então, uma maior possibilidade de consolidarem-se no mercado, visando atingir o objetivo final comum dos empreendedores e investidores, o qual é multiplicar os valores investidos. Essa multiplicação é realizada por meio do desinvestimento.

O desinvestimento em *startup* consiste na venda ou na transferência onerosa dos ativos do investidor. Uma estratégia de desinvestimento são as medidas implantadas pelas organizações para reduzir o alcance de suas atividades de negócios. Pode-se resumi-lo como a venda de ativos, divisões ou subsidiárias de uma companhia, no caso em questão, a *startup*, em um afinco para melhorar as operações, além de, por consequência, sua saúde financeira.

Assim, existem duas formas de desinvestimento que serão retratadas.

2.3.1 Venda de participação

A primeira das formas de desinvestimento a serem expostas é o mecanismo de saída mais comum e, possivelmente, menos trabalhoso, que é quando o investidor vende a sua participação para pessoas aquém da sociedade, para os sócios atuais ou, ainda, para outros investidores que querem aportar na *startup*. Aqui o desinvestimento se concretiza pela alienação de parte ou do total da participação societária que possui.

Essa alienação é realizada por meio de contratos particulares, além do cumprimento de formalidades societárias. No caso das sociedades limitadas, é necessário alterar o contrato social, para formalizar a mudança no quadro societário. Tratando-se de sociedades anônimas, deve-se fazer as devidas anotações nos respectivos livros societários de registro de ações e de transferência de ações.

Trata-se de alternativa mais simples, menos custosa e mais célere de ser formalizada, razão pela qual é a mais conhecida no Brasil.

2.3.2 Abertura de capital

A outra forma de realizar o desinvestimento é por meio da abertura de capital. Essa acontece quando a empresa resolve, por motivos inquestionavelmente estratégicos, abrir capital e ofertar as suas ações ao público na Bolsa de Valores. Esse procedimento é complexo,

burocrático e caro, logo, deve ser muito bem estudado para que seja mais vantajoso para a empresa.

Este procedimento é exclusivamente para sociedades anônimas e que visa possibilitar que as ações da companhia sejam negociadas no mercado de valores mobiliários.

A abertura de capital é um procedimento burocrático e custoso, que implica também no surgimento de novas e mais complexas responsabilidades por parte das companhias, as quais lhe são atribuídas por lei e pela Comissão de Valores Mobiliários, com o objetivo de proteger os recursos de poupanças populares que são acessados na bolsa de valores.

Entretanto, mesmo representando maior custo e burocracia para a companhia, pode ser interessante para os sócios da *startup* fazerem uso de referido procedimento, devido às vantagens dele advindas.

Um dos grandes benefícios decorrentes da abertura de capital é trazer liquidez para as ações da companhia, que passam a ser negociadas de maneira ampla, por estarem acessíveis para uma quantidade maior de investidores. Em algumas hipóteses, inclusive, pode ser a única forma de desinvestimento, caso o sócio que deseja alienar sua participação não encontre compradores fora do mercado de valores mobiliários.

Outro benefício de grande importância é a possibilidade de conseguir mais investimentos para a companhia, ao emitir novas ações que serão ofertadas em bolsa, acessando assim os recursos de poupanças populares, os quais são inacessíveis para as companhias de capital fechado. Essa pode ser uma forma interessante de possibilitar que a sociedade angarie novos recursos para manter o seu plano de expansão.

3 ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS NO DIREITO BRASILEIRO MAIS ADEQUADA AOS OBJETIVOS DAS *STARTUPS*

Na legislação brasileira são previstos diversos tipos societários. Entretanto, algumas dessas estruturas, na prática, quase não são utilizadas por *startups*. De tal maneira, será exposto três tipos que são mais adequados para atender às necessidades legais das *startups* no Brasil, que, por essa razão, são adotados com recorrência.

Sendo assim, os tipos societários que serão expostos e analisados são: (a) Sociedade limitada empresária; (b) Sociedade Anônima; e (c) Sociedade em conta de participação

Ao passo que a sociedade em conta de participação, nos casos aplicados às *startups*, é utilizada como maneira de formalizar o investimento, os outros tipos societários servem como alternativa para a estrutura de constituição de pessoa jurídica.

Buscar-se-á, então, analisar as principais características de cada um, as razões pela sua utilização e os principais riscos intrínsecos. Também será apresentado, ao final, um quadro comparativo com o objetivo de possibilitar uma análise resumida e direcionada dos principais pontos abordados.

Antes, porém, de abordar cada tipo societário, é importante apresentar algumas breves informações acerca das sociedades.

As sociedades são pessoas jurídicas de direito privado, assim como as associações, as fundações, as organizações religiosas, os partidos políticos e as empresas individuais de responsabilidade limitada²⁴.

Toda sociedade regularmente constituída, com seus atos constitutivos inscritos no registro próprio, possui personalidade jurídica²⁵. Dessa forma, cada sociedade possui uma personalidade própria, que não se confunde com a personalidade civil de seus sócios, pessoas naturais nem com a personalidade jurídica de seus sócios pessoas jurídicas.

Entretanto, embora todas as sociedades em situação regular possuam personalidades distintas de seus sócio e, conseqüentemente, patrimônios distintos, em alguns tipos societários os sócios respondem com seu patrimônio próprio pelas dívidas societárias que ultrapassem os

²⁴ “Art. 44 São pessoas jurídicas de direito privado: I - as associações; II - as sociedades; III - as fundações. IV - as organizações religiosas; (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003) V - os partidos políticos. (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)” (BRASIL, 2002).

²⁵ “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150)” (BRASIL, 2002).

bens da sociedade, como ocorre na sociedade simples²⁶ e nas sociedades em nome coletivo²⁷, enquanto em outros tipos, salvo em caso de desconsideração da personalidade jurídica, não há essa responsabilização, como é o caso das sociedades limitadas²⁸ e das sociedades anônimas²⁹.

Outra informação relevante neste momento é que as sociedades podem ser simples ou empresárias. São sociedades empresárias aquelas que exercem atividade própria de empresário, isso é, “atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”³⁰, além das sociedades por ações, independentemente de seu objeto, sendo as demais sociedades, por exclusão, cauterizadas como sociedades simples.

Assim, todas as referências às sociedades limitadas serão em relação às sociedades limitadas empresárias, tendo em vista ser a forma mais adequada para os empreendimentos realizados por *startups*.

Por fim, vale esclarecer que, ressalvada a sociedade anônima subsidiária integral³¹, todas as sociedades devem necessariamente ter dois ou mais sócios.

Passe-se, então, a analisar individualmente as estruturas societárias de maior relevância para o ecossistema de *startups* no Brasil.

3.1 SOCIEDADE LIMITADA EMPRESÁRIA

Regulamentada nos artigos 1.052 a 1.087 do Código Civil e, subsidiariamente, pelos artigos 997 a 1.038 da mesma lei. A característica que mais diferencia uma Sociedade Limitada dos demais tipos societários é a proteção do patrimônio dos sócios. Desse modo, exceto em situações atípicas, como irregularidades e questões trabalhistas, os bens pessoais dos sócios não são usados para resolver os problemas da empresa. Ademais, este tipo societário pode ainda ser

²⁶ “Art.1023. Se os bens da sociedade não lhe cobrirem as dívidas, respondem os sócios pelo saldo, na proporção em que participem das perdas sociais, salvo cláusula de responsabilidade solidária” (BRASIL, 2002).

²⁷ “Art. 1039. Somente pessoas físicas podem tomar parte na sociedade em nome coletivo, respondendo todos os sócios, solidária e ilimitadamente, pelas obrigações sociais” (BRASIL, 2002).

²⁸ “Art. 1052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social” (BRASIL, 2002).

²⁹ “Art. 1º. A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 2002).

³⁰ Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços” (BRASIL, 2002).

³¹ “Art. 25. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como única acionista sociedade brasileira” (BRASIL, 2002).

regida supletivamente pela Lei 6.404/76,75 desde que expressamente previsto no contrato social.

Enquanto em algumas outras estruturas que se adequam para *startups* os sócios são responsáveis pelas dívidas da sociedade que extrapolem o patrimônio social, nas sociedades limitadas a responsabilidade dos sócios está limitada à integralização do capital social³².

Após a integralização do capital social, os sócios não poderão ser responsabilizados pelas dívidas sociais, ainda que estas extrapolem o patrimônio da sociedade limitada (exceto em caso de desconsideração da personalidade jurídica).

O ato constitutivo das sociedades limitadas é denominado contrato social e, no caso das sociedades limitadas empresárias, deve ser registrado na Junta Comercial do estado em que está localizada a sede social. Este documento, dentre outros itens a serem expostos, determina a quantidade de quotas a que cada sócio tem direito – geralmente expressas em percentual do volume total da empresa.

No contrato social constará obrigatoriamente, segundo o Manual de Registro de Sociedade Limitada do Ministério da Economia:

- I – nome empresarial;
- II – capital da sociedade, expresso em moeda corrente, a quota de cada sócio, a forma e o prazo de sua integralização;
- III – endereço da sede, (tipo e nome do logradouro, número, complemento, bairro/distrito, município, unidade federativa e CEP) bem como o endereço das filiais, quando houver;
- IV – objeto social;
- V – prazo de duração da sociedade;
- VI – data de encerramento do exercício social, quando não coincidente com o ano civil; VII – a(s) pessoa(s) natural(is) incumbida(s) da administração da sociedade, e seus poderes e atribuições;
- VIII – qualificação do administrador, não sócio, designado no contrato;
- IX – participação de cada sócio nos lucros e nas perdas; e
- X – foro ou cláusula arbitral³³.

Os itens acima são, por lei, obrigatórios, contudo, além deles é comum incluir outros assuntos no contrato social para *startups*, por exemplo, regras para a cessão e transferência de quotas, a sucessão em caso de falecimento de sócios, a exclusão de sócios, a distribuição de dividendos e pagamento de pró-labore, entre outros, visto serem assuntos sensíveis e que, na prática, não raramente geram atritos entre os quotistas. Ademais, caso os sócios desejem a regência supletiva pelas normas das sociedades anônimas, é fundamental acrescentar

³² "Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social" (BRASIL, 2002).

³³ BRASIL, 2021.

expressamente essa informação no contrato social.

As deliberações dos sócios serão tomadas por maioria em reunião ou em assembleia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato. O quórum mínimo mais comum para as *startups*, é estabelecido na Lei Complementar 123, para microempresas e empresas de pequeno porte, como são configuradas as *startups* que, em grande maioria, estão em estágio inicial.

Vale acrescentar que, além do que foi retratado, o Conselho Fiscal pode ser instituído por meio do contrato social, mesmo que não tenha caráter obrigatório para sua formalização.

Ainda que a LTDA seja composta por pelo menos dois sócios, é possível abrir a Sociedade limitada na modalidade Unipessoal, SLU. Esse tipo de sociedade foi criado para que um só sócio possa organizar o negócio dentro do principal parâmetro dessa estrutura: os valores que o sócio único investe na empresa são juridicamente separados de seu patrimônio pessoal.

Como dito anteriormente, grande parte das *startups* que possuem estrutura de Sociedade Limitada são microempresas ou empresas de pequeno porte pelo seu tamanho e estágio inicial, mas também porque este tipo societário possui certas vantagens.

Dentre o que é mais vantajoso aos olhos dos empreendedores que optam por seguir como LTDA, podemos citar que existe um processo simples e menos burocrático para a abertura da empresa, como a unificação de etapas burocráticas nos últimos anos, o enquadramento contábil pelo Simples Nacional³⁴, além de que não exige capital mínimo e é possível alterar o quadro de sócios, por exemplo, quando receber investimento.

Em contrapartida, existem desvantagens nesta estrutura que devem manter os sócios atentos. O principal risco existente na sociedade limitada é a descon sideração da personalidade jurídica, visto que, caso ocorra, ocasiona a perda da limitação da responsabilidade dos sócios, que passam a ter que responder com seu patrimônio pessoal por dívidas da sociedade.

Quando há uma determinação judicial de descon sideração da personalidade jurídica, exceção à regra e principal característica da Sociedade Limitada, o que ocorre é uma autorização do magistrado para que as dívidas da sociedade questionadas no caso específico em análise possam ser cobradas não apenas do patrimônio da sociedade, mas também do patrimônio de seus sócios e, por vezes, do patrimônio de seus administradores. Essa é uma medida de exceção e temporária, que deve ser aplicada com extrema cautela e critério pelo Poder Judiciário, pois ela ocasiona a descaracterização do princípio fundamental da sociedade limitada e pode, se aplicada de maneira equivocada, trazer grandes prejuízos.

³⁴ BRASIL, 2006.

As hipóteses que permitem a desconsideração da personalidade jurídica estão previstas em diferentes leis. No Código Civil a questão é tratada em seu artigo 50, no qual assim está disposto:

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidas aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica³⁵.

Verifica-se, portanto, que, nas relações reguladas pelo Código Civil, a desconsideração da personalidade jurídica pode ser autorizada exclusivamente em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado, também, pela confusão patrimonial e pelo desvio de finalidade.

3.2 SOCIEDADE ANÔNIMA

A sociedade anônima (também conhecida como companhia) é espécie das sociedades por ações e, como tal, está regulamentada na Lei 6.404/76³⁶, também é conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Ademais, há dois breves artigos acerca das sociedades anônimas no Código Civil (artigos 1.088 e 1.089)³⁷, pelo qual também é regida supletivamente nos casos em que a Lei 6.404/76 for omissa.

Inicialmente, quando comparada com a Sociedade Limitada, percebe-se dois pontos claramente divergentes entre estas estruturas. O artigo 1º da Lei 6.404/76³⁸ retrata que o capital social das companhias é dividido em ações (e não em quotas, como ocorre nas sociedades limitadas), bem como que a responsabilidade dos sócios (denominados de acionistas) é “limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas”³⁹.

Assim, resta claro que nas sociedades anônimas os acionistas não se obrigam solidariamente com os demais acionistas pela integralização do capital social, mas única e

³⁵ BRASIL, 2002.

³⁶ BRASIL, 1976.

³⁷ BRASIL, 2002.

³⁸ “Art. 1 A companhia ou sociedade anônima terá capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976).

³⁹ “Art.1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir” (BRASIL, 2002).

exclusivamente pelo preço das suas próprias ações⁴⁰.

Mas além de ser dividida por ações que determinam a participação de cada parte envolvida no negócio, a S.A tem outras características bem particulares que a diferencia das demais sociedades.

As companhias podem ser abertas ou fechadas. As Sociedades Anônimas de Capital Aberto se caracterizam pela permissão de negociação de suas ações junto ao mercado de valores mobiliários, a exemplo da Bolsa de Valores, devidamente registradas na Comissão de Valores Mobiliários e cujos valores mobiliários de sua própria emissão são "admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários"⁴¹.

Além disso, Companhias de Capital Aberto possuem a opção de captar recursos de investidores por meio da oferta de Valores Mobiliários que podem ser as próprias ações, debêntures e outros títulos de créditos, que serão expostos em breve. Porém, pela existência dessa opção, as S.As podem ser fiscalizadas pelos órgãos do governo e, assim, devem assumir responsabilidades que objetivam a proteção o mercado de valores.

Isto é retratado uma vez que, obviamente ao atingir uma grande maturidade, as *startups* bem-sucedidas podem vir a ser transformadas em companhias abertas, porém no momento em que isso ocorrer referidas sociedades já não mais serão *startups*, mas sim sociedades consolidadas no mercado.

Por sua vez, a Sociedade Anônima de Capital Fechado não permite a negociação de suas ações. Assim, caso a empresa S.A queira captar investidores, precisa fazer isso de maneira privada, ou seja, sem abrir para o mercado de valores mobiliários.

As Sociedades Anônimas são regidas por um estatuto social e deve ser registrado na Junta Comercial do estado da sede social da sociedade. Referido instrumento é equivalente ao contrato social das sociedades limitadas. O artigo 80 da Lei 6.404/76 descreve os requisitos preliminares para a constituição de uma companhia, que são:

Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares:

I – subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto;

II – realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro;

III – depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em

⁴⁰ EIZERIK, 2011, p. 29.

⁴¹ “Art. 49 Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários [...]” (BRASIL, 1976).

dinheiro⁴².

Assim como recomendado nas sociedades limitadas, é válido utilizar-se do estatuto social para estabelecer não somente os seus elementos básicos, mas também o regramento de assuntos que os acionistas julguem importantes e queiram deixar desde já pré-estabelecidos⁴³, como as regras de sucessão de acionistas falecidos.

Ao contrário do que ocorre no contrato social, não se faz presente a composição societária da companhia. Isso porque, enquanto na sociedade limitada há, em princípio, a feição pessoal, as sociedades anônimas são, via de regra, caracterizadas como sociedades de capital⁴⁴, sendo que em companhias de médio e grande porte não é incomum que os acionistas nem mesmo conheçam uns aos outros.

Desta forma, nas companhias fechadas a composição societária é registrada em livro próprio, denominado livro de registro de ações nominativas⁴⁵, e as transferências de ações são registradas no livro de transferência de ações nominativas.

Quanto ao capital social, as ações são divididas entre ordinárias e preferenciais. Desse modo, acionistas que têm ações ordinárias têm o direito a voto quanto a questões relativas às decisões do negócio. Já quem tem ações preferenciais não.

Vale destacar também que existem diferentes tipos de acionistas dentro desse modelo de sociedade empresarial, que são (a) acionista majoritário: detentor da maior parte das ações ordinárias (ao menos, 50%); (b) acionista minoritário: detentor de menos ações; (c) acionista controlador: pessoa, grupo de pessoas ou empresa, definida por votação, que tem como responsabilidade o controle do negócio.

O artigo 17 da Lei 6404/76 aponta as preferências ou vantagens que as ações preferenciais podem ter em relação às ações ordinárias:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

⁴² BRASIL, 1976.

⁴³ "A lei determina as matérias que, obrigatória e facultativamente, deverão constar do estatuto, podendo, ainda, os sócios estabelecer cláusulas potestativas de natureza parassocial que não contrariem o direito aplicável" (CARVALHOSA, 2008, p. 111-112).

⁴⁴ EIZERIK, 2011, p. 27.

⁴⁵ "Art. 100. A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais: I - o livro de Registro de Ações Nominativas, para inscrição, anotação ou averbação: a) do nome do acionista e do número das suas ações; b) das entradas ou prestações de capital realizado; c) das conversões de ações, de uma em outra espécie ou classe; d) do resgate, reembolso e amortização das ações, ou de sua aquisição pela companhia; e) das mutações operadas pela alienação ou transferência de ações do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as ações ou obste sua negociação [...]" (BRASIL, 1976).

(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)⁴⁶

Oportuno, ainda, mencionar, que nas sociedades anônimas deve-se observar a obrigatoriedade de elaboração de balanço patrimonial conforme determinado no artigo 178 e seguintes da Lei 6.404/76, de demonstração de lucros ou prejuízos acumulados seguindo o previsto no artigo 186 da mesma lei, e de demonstração do resultado do exercício, de acordo com o estabelecido no artigo 187 de referida lei⁴⁷.

Assim, resta-nos esclarecer sobre os órgãos que regulam a atuação da Sociedade Anônima, através do estatuto social.

A Assembleia Geral é o órgão responsável por reunir os acionistas para tomadas de decisões importantes para o futuro do negócio, a Assembleia Geral é o órgão com maior poder dentro de uma S.A.

Em seguida, formado por, pelo menos, três membros escolhidos pela Assembleia Geral, o Conselho de Administração tem a função de aconselhar a diretoria em tomadas de decisões. É importante destacar que os membros escolhidos têm prazo de gestão pré-estabelecido e, caso a empresa não tenha acionistas suficientes para essa formação, o conselho se torna opcional.

Composta por, no mínimo, dois diretores escolhidos pelo Conselho de Administração, caso tenha, ou pela Assembleia Geral, a função da Diretoria é administrar e representar a empresa legalmente. Os diretores não precisam, obrigatoriamente, ser acionistas da empresa que vão administrar.

Por fim, o Conselho Fiscal consiste em analisar as contas apresentadas, fiscalizar as atividades dos administradores, fazer o acompanhamento da gestão do negócio e votar em assuntos pertinentes à administração da empresa. Podendo ser formado por 3 a 5 membros, acionistas ou não, e eleitos pela Assembleia Geral.

A principal vantagem para a utilização das sociedades anônimas pelas *startups* é a blindagem patrimonial existente. Embora as sociedades limitadas também possuam a limitação da responsabilidade de seus sócios, nas companhias essa limitação é ainda maior, visto que o acionista é exclusivamente responsável pelo preço de emissão das ações que subscreveu ou

⁴⁶ BRASIL, 1976.

⁴⁷ BRASIL, 1976.

adquiriu⁴⁸, não respondendo solidariamente pela integralização do capital social.

Além disso, como consequência da composição societária registrada em livro próprio, a transferência de ações é mais rapidamente formalizada do que a transferência de quotas na sociedade limitada, bastando a simples escrituração nos livros societários acima mencionados (Os quais devem estar previamente registrados na Junta Comercial do estado da sede social).

Por outro lado, as *startups* estruturadas na forma de sociedades anônimas, por expressa previsão legal, não podem optar pelo regime tributário do Simples Nacional, o qual é amplamente utilizado por *startups*, principalmente em suas fases mais iniciais, e que pode trazer grandes benefícios econômicos na forma de redução de tributos⁴⁹.

De igual maneira é válido citar que a manutenção de uma sociedade anônima demanda uma dedicação maior de tempo (e, muitas vezes, um investimento em uma contabilidade mais especializada) para cumprimento de certas exigências que não existem na sociedade limitada, como a elaboração de balanço patrimonial, demonstração de lucros ou prejuízos acumulados e demonstração do resultado do exercício.

3.3 SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO

Uma sociedade em conta de participação, também conhecida pelo mercado como SCP, é uma das modalidades indicadas para investidores de *startups*. Nesse sentido, a sociedade em conta de participação é utilizada como instrumento para investidores, pois mantém este indene às responsabilidades decorrentes do negócio/administração e possibilita a distribuição de lucros, sendo assim, é importante conhecer essa modalidade de sociedade.

De tal modo, este conceito justifica parte dos juristas entende que a sociedade em conta de participação não é verdadeiramente uma sociedade, mas sim tão e exclusivamente um contrato, por não possuir elementos que, no ponto de vista desses juristas, seriam essenciais às sociedades. Sendo assim, explica Gustavo Oliva Galizzi aborda:

Como sustenta essa corrente, sociedade significa, de fato, a união de duas ou mais

⁴⁸ “Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976).

⁴⁹ “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: -] X-constituída sob a forma de sociedade por ações [...]” (BRASIL, 2006).

peças que colocam em comum todos os seus bens ou parte deles, com o intuito de repartirem entre si os proveitos – ou, eventualmente, as perdas – que dessa comunhão possam resultar. Dessa forma, sempre que duas ou mais pessoas se associem haverá sociedade no sentido amplo, como deixa entrever o art. 981⁵⁰ do Código Civil⁵¹.

De fato, não existe, neste tipo societário, patrimônio próprio (e sim um patrimônio especial, que será abordado mais adiante) nem personalidade jurídica, conforme a própria legislação expressamente prevê^{52,53}. Entretanto, o que é possível defender é que referidas características não são essenciais para caracterizar uma sociedade.

No próprio Código Civil, no artigo supracitado, não são estabelecidos como requisitos necessários ao contrato de sociedade a existência de personalidade jurídica e de patrimônio próprio. Inclusive, tanto a personalidade jurídica não é um requisito essencial que o legislador optou por prever, dentro do título que é dedicado às sociedades⁵⁴, um subtítulo específico para tratar das sociedades não personificadas (Subtítulo I), no qual foram abordadas a sociedade em comum e a sociedade em conta de participação.

Assim, 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 as sociedades não personificadas^{55,56}, por isso, não sendo possível desqualificá-la como sociedade.

Passado este alinhamento acerca de como enquadra-se a sociedade em conta de participação, dar-se-á foco à suas principais características.

A sociedade em conta de participação, como já dito, é uma sociedade não personificada (isso quer dizer, que não possui personalidade jurídica), regida pelos artigos 991 a 996 do

⁵⁰ “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” (BRASIL, 2002).

⁵¹ GALIZZI, 2008, p. 88.

⁵² “Art. 993. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade. Parágrafo único. Sem prejuízo do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o sócio participante não pode tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier” (BRASIL, 2002).

⁵³ “Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais. 1º: A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios. 2º: A falência do sócio ostensivo acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário. 3º: Falindo o sócio participante, o contrato social fica sujeito às normas que regulam os efeitos da falência nos contratos bilaterais do falido:” (BRASIL, 2002).

⁵⁴ BRASIL, 2002.

⁵⁵ RAMIRES, 2011, p. 80.

⁵⁶ MIRANDA, 2012, p. 390 apud EIZERIK, 2015, p. 748.

Código Civil⁵⁷, sendo a ela aplicável também, de forma subsidiária e tão somente no que for compatível, as normas relativas às sociedades simples artigos 997 a 1.038 da mesma lei). Como consequência, esse tipo de sociedade "não consegue assumir obrigações e direitos em nome próprio. não há um nome (fantasia ou razão social) próprio da sociedade, não há endereço ou sede social, não pode responder processo judicial, não pode ter conta bancária, dentre outros"⁵⁸.

Apesar da não obrigatoriedade, é extremamente recomendada a elaboração de um contrato social, não apenas como forma de provar a existência da sociedade em conta de participação, mas principalmente para que sejam estabelecidas as regras entre os sócios, os direitos e deveres de cada um, inclusive em caso de dissolução⁵⁹.

Esta estrutura societária pode ser dividida em duas partes: o sócio ostensivo e o sócio participante. A principal função deste, o sócio participante, é de fornecer capital para a empresa e fiscalizar a utilização do dinheiro. Por isso, ele terá direito a lucro, caso ocorra. Contudo, todas as aparições públicas e a responsabilidade perante o governo não estão entre suas obrigações.

Quem cuida dessa parte do negócio é o sócio ostensivo, cujo nome aparece no contrato social da empresa. Cabe a ele atuar e tocar o negócio, bem como assumir todas as responsabilidades civis, tributárias e outras.

Em suma, diferentes partes da sociedade tem uma atuação específica cada, dentro delas, o sócio participante possui um papel oculto.

Assim, como já dito anteriormente, a sociedade em conta de participação não possui patrimônio próprio. Entretanto, quando da sua constituição deve ser criado um patrimônio especial, o qual tem efeito exclusivamente entre os sócios e é constituído pelas contribuições dos sócios participantes e ostensivos, para ser utilizado na condução dos negócios sociais⁶⁰.

Haja vista não haver obrigações de registro desse tipo societário, a saída ou inclusão de novos sócios também independe de qualquer formalidade. Entretanto, salvo previsão em contrário estipulada entre os sócios, ao sócio ostensivo não é permitido incluir novos sócios na sociedade sem que haja a anuência expressa de todos os outros sócios⁶¹.

⁵⁷ BRASIL, 2002.

⁵⁸ JUDICE, 2016, p. 169.

⁵⁹ OLIVEIRA, 2017. In: TEIXEIRA; LOPES, 2017, p. 57.

⁶⁰ “Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais. § 1º A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios [...]” (BRASIL, 2002).

⁶¹ “Art. 995. Salvo estipulação em contrário, o sócio ostensivo não pode admitir novo sócio sem o consentimento expresso dos demais” (BRASIL, 2002).

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.

Como visto, na sociedade em conta de participação os negócios são realizados pelo sócio ostensivo em seu próprio nome. No caso das *startups*, então, o sócio ostensivo seria o empreendedor. Porém, com o objetivo de proteger o seu patrimônio pessoal, é compreensível que o empreendedor queira realizar as suas atividades por meio de um tipo societário que limite a responsabilidade do sócio, ao invés de assumir as obrigações diretamente em sua pessoa física.

Por essa razão, o uso da sociedade em conta de participação faz sentido nas *startups* para estruturar o recebimento de um investimento, mas não como a estrutura societária da própria *startup*. Para este fim (estruturação jurídica da *startup*) é mais recomendada a utilização de uma sociedade limitada ou de uma sociedade anônima, para proteger o patrimônio pessoal do empreendedor, que não estaria protegido caso este figurasse como sócio ostensivo em sua pessoa física.

A sociedade em conta de participação apresenta muitos benefícios para investidores, uma vez no acordo firmado, que eles assumem uma postura “oculta” na negociação, como retratado anteriormente.

Assim, essa é uma modalidade muito interessante para aqueles que não querem se envolver com a gestão do negócio. Isso significa dizer que é um modelo societário mais recomendado para quem deseja apenas colher lucros proporcionais depois.

A sociedade em conta de participação é uma opção também para aqueles que não vão investir em todas as operações da empresa, mas em algum ponto específico.

Outro ponto positivo desse contrato é a redução de burocracias. Afinal, o acordo não precisa ser formalizado em nenhuma instância ou na Junta Comercial.

Da mesma forma, um benefício claro da sociedade em conta de participação é proporcionar mais segurança patrimonial ao investidor. Em caso de algum problema ou insucesso da empreitada, com esse tipo de contrato apenas os sócios ostensivos respondem, uma vez que são a personalidade jurídica desta relação contratual.

Por outro lado, é preciso considerar algumas desvantagens. Primeiramente, visto que as sociedades em conta de participação não dão personalidade jurídica aos investidores, o empreendimento pode enfrentar dificuldades práticas. Quando isso ocorre, é geralmente no momento de compra de imóveis, ao receber investimento estrangeiro e ao participar de licitações e outras ações.

Outro desafio é justamente a falta de regulamentação nesses contratos, partindo do

princípio que eles não são registrados na Junta Comercial. Essa flexibilidade pode trazer insegurança para uma das partes que estaria melhor respaldada por uma legislação mais robusta. A forma de reduzir esse risco é a existência de um contrato social entre os sócios, estabelecendo as regras que vigorarão entre eles. Outra maneira, que não substitui a primeira, é o sócio ostensivo realizar a "adequada escrituração de livros comerciais e obrigações acessórias fiscais"⁶².

⁶² RAMIRES, 2011, p. 88.

4 ESTRUTURAS DE INVESTIMENTO EM *STARTUPS* NO BRASIL

Agora que existe aprofundamento acerca das estruturas societárias que mais se adequam à realidade e às necessidades das *startups* no ordenamento jurídico brasileiro, é o momento de compreender e analisar o processo de investimento em uma *startup*. e como suas respectivas estruturas se adequam aos tipos societários.

No âmbito do Direito Contratual, as formas de investimento que serão objeto de estudo são: (a) a obtenção de participação societária; (b) o mútuo conversível em participação societária; (c) as debêntures conversíveis em participação societária; (d) a opção de compra de participação societária; e (e) o contrato de participação.

Assim, serão abordadas as espécies supracitadas, apontado seus principais pontos de atenção, as fases de investimento em que geralmente sua utilização é mais apropriada e a razão pela qual uma *startup* poderá optar por usá-la.

4.1 A OBTENÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

O processo de investimento em uma *startup* envolve várias etapas e necessidades que precisam ser supridas para garantir o seu pleno funcionamento.

Durante o processo, indivíduos além dos sócios-fundadores, poderão arcar com as responsabilidades financeiras da instituição, bem como receber cada retorno constituído pela empresa. Eles são os investidores. Eles possuem uma participação societária na empresa correspondente à parte do capital social investido que juntas formam o capital social total do negócio.

Obter participação societária é, aparentemente, o caminho mais óbvio e conhecido pelo mercado, visto que não possuem tanto conhecido acerca das demais opções.

A participação societária de uma empresa tem conexão direta com os valores contribuídos pelos seus sócios e também investidores para a composição do capital social. Nela, analisaremos como pode ser legalmente enquadrada de acordo com as estruturas societárias previamente analisadas.

Nas sociedades limitadas e anônimas, as participações societárias são representadas por quotas e não por ações. Isto significa que cada acionista será titular de uma única cota que corresponde a uma parte do capital social que assentiu.

Uma ação é definida como a menor divisão do capital social da empresa que representa a proporção detida pelos acionistas. As ações são a ponte entre os acionistas e a empresa, ou

seja, define a extensão da participação do acionista em uma empresa, entendida como um conjunto de direitos e deveres. É constituído por uma fração do capital social.

Como já conceituada, a sociedade limitada encontra sua disciplina no Artigo 1.052 do Código Civil⁶³ que dispõe que na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas. Apesar disso, todos respondem solidariamente pela integralização do capital social. Isso significa que cada sócio terá sua responsabilidade sobre a instituição compatível com o valor aplicado e todos responderão de forma solidária pela complementação do capital social.

Na sociedade anônima, regulada pela Lei 6404/76, vale a pena relembrar, a participação societária é dada pela divisão do capital social em ações. Por isso os sócios são reconhecidos como acionistas da empresa, sendo pessoas físicas ou jurídicas, e possuem responsabilidades na proporção da sua participação nas ações. Isto é, cada sócio é responsabilizado de maneira proporcional ao preço das ações adquiridas, assim não ocorre confusão patrimonial entre os bens particulares de cada um e os dessa sociedade empresarial. Nesse tipo de sociedade é exigido o percentual mínimo de 10% para ocorrer a integralização do capital social.

Caso a escolha seja seguir pelo investimento por meio da obtenção de participação societária na *startup*, tendo em vista que o investidor será sócio da *startup* desde o momento do aporte financeiro, é extremamente recomendável a elaboração de um acordo de quotistas/acionistas.

Em referido acordo, deverão ser tratadas questões que regulem a ingerência dos sócios nos negócios, a destinação dos lucros, a disposição patrimonial da participação societária que possuem, entre outros.

Disciplinar, em um acordo de sócios, pontos como os acima mencionados, é a forma mais eficiente para tentar antecipar e minimizar futuros impasses.

Antes, porém, de optar por receber/realizar o investimento por meio da aquisição de participação societária, é importante atentar para os riscos e limitações que essa escolha implicará.

Inicialmente, é preciso avaliar se essa é uma possibilidade para o caso específico. Caso a *startup* esteja estruturada na forma de uma sociedade limitada empresária (o que ocorre na grande maioria dos casos em que a *startup* ainda está em estágio inicial, haja vista ser uma espécie societária menos burocrática e menos custosa do que uma sociedade anônima, além de

⁶³ “Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social” (BRASIL, 2002).

em muitos casos poder obter certas vantagens tributárias, provavelmente o investimento direto no capital social representará a aquisição de uma porcentagem expressivamente maior do que fundador e investidor desejam estabelecer em um primeiro momento.

Isso ocorre porque, ao contrário das sociedades anônimas, em que há previsão expressa em lei que autoriza a emissão de ações preferenciais⁶⁴, (as quais, via de regra, não possuem direito a voto, em troca de certas vantagens), além da possibilidade de estabelecer preços distintos para as ações em cada emissão⁶⁵, nas sociedades limitadas não há algo similar,

Desta maneira, não existindo segurança jurídica na criação de quotas preferenciais sem direito de voto há um grande risco de o investidor acabar tornando-se sócio majoritário. Isso porque, o capital investido geralmente é muito superior ao capital social da *startup* antes do investimento e os sócios-fundadores não têm condições de aportar valor suficiente para manter a sua porcentagem quando do aumento do capital social. Como consequência, o investidor acaba tornando-se o sócio majoritário e tendo uma ingerência muito grande na sociedade, assumindo também grande responsabilidade, algo que nem ele nem os sócios-fundadores desejam.

Essa questão pode ser solucionada com a transformação da sociedade de limitada para anônima, porém é necessário verificar se essa alteração de espécie societária não trará outras implicações relevantes à *startup*, como, por exemplo, a perda de certos benefícios tributários.

Ademais, mesmo em casos em que a *startup* está constituída sob a estrutura de uma sociedade limitada e que o investimento a ser realizado não representaria uma aquisição de participação societária tão relevante a ponto de trazer implicações que tanto investidor quanto fundadores não desejam (conforme abordado acima), há ainda uma limitação de cunho tributário.

Do ponto de vista dos fundadores das *startups*, é fundamental ter em mente que, ao receber investimento por meio da concessão de parte da participação societária, o investidor passará a ser sócio da *startup* desde o primeiro momento, ao contrário das outras hipóteses que serão apresentadas na sequência.

⁶⁴ “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. [...] § 29 O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (Cinquenta por cento) do total das ações emitidas” (BRASIL, 1976).

⁶⁵ “Art. 14. O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 29). Parágrafo único. O preço de emissão pode ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação” (BRASIL, 1976).

Assim, é fundamental para o sócio fundador, ao fixar a porcentagem que será concedida ao investidor, lembrar-se de que futuramente a *startup* precisará de novos investimentos, que implicarão em uma diluição ainda maior da participação societária dos fundadores. Assim, caso o investidor adquira uma porcentagem relevante da *startup* logo no início, pode acontecer que, em algum momento futuro, o fundador encontre-se em uma situação em que seja obrigado a abrir mão do controle societário da *startup* para conseguir um novo aporte financeiro. Como consequência, além de reduzir seus possíveis lucros, o sócio fundador ainda poderá perder o poder de decisão, reduzindo ou mesmo perdendo sua autonomia na gestão do negócio e havendo o risco de o foco e objetivos da *startup* acabarem sendo alterados em relação aos por ele desejados.

Por outro lado, uma vantagem para o fundador da *startup* nessa forma de capitalização do negócio é que o investidor, ao tornar-se sócio, dividirá os riscos com o fundador. Nessa hipótese, caso a *startup* não prospere, a sociedade não terá uma dívida para como investidor (diferente do que ocorre no investimento por meio de mútuo conversível em ações, que será tratado na sequência).

Há, ainda, o risco de o investidor vir a ser responsabilizado por eventual má administração societária, caso faça parte da diretoria ou conselho da *startup*. Porém, o risco mais preocupante não é qualquer dos dois acima mencionados, mas sim a possibilidade de o investidor ter que responder por dívidas da *startup* na eventualidade de uma desconsideração da personalidade jurídica.

A desconsideração da personalidade jurídica é um tema de extrema relevância, ainda mais no que diz respeito a direitos trabalhistas, visto que a Justiça do Trabalho costuma aplicá-la de maneira ampla e recorrente⁶⁶. Como é muito comum as startups iniciarem suas atividades informalmente, não é raro o investidor deparar-se com um possível passivo trabalhista, decorrente da falta de registro dos funcionários ou do não atendimento de algumas exigências legais. Essa questão não pode ser ignorada pelo investidor quando for optar pela forma como deseja formalizar o seu investimento na *startup*.

O investimento por meio da aquisição de participação societária da *startup* pode ser utilizado em qualquer uma das suas fases de maturação. Entretanto, seu uso é mais comum (a) bem no início da sociedade, antes de qualquer investimento, quando um investidor, utilizando-se de sua pessoa física e não de uma pessoa jurídica (para evitar que a sociedade não possa usufruir do regime tributário do Simples Nacional), geralmente de confiança do fundador da

⁶⁶ SALAMA, 2014, p. 194-200.

startup, junta-se a ele com o objetivo exclusivo de aporte financeiro-por isso, diferenciando-se do investidor-anjo; e (b) em momentos mais avançados de maturação da *startup*, quando os fundos de investimento avaliam haver uma grande possibilidade de consolidação do negócio.

Essa forma de investimento via de regra não é recomendada na fase de aporte por meio do investidor-anjo devido aos riscos que foram mencionados anteriormente. Também não se vislumbra o uso corriqueiro de obtenção de quotas/ações por meio de fundos de investimentos quando a *startup* está em uma fase menos avançada de maturação, pelos mesmos riscos já apontados.

Em resumo, a aquisição de participação societária parece uma boa opção para os fundos de investimento que queiram investir na *startup* quando ela já esta em uma fase de maturação mais avançada, pois assim conseguem garantir uma maior ingerência nos negócios e participação na tomada de decisões estratégicas em uma fase em que o risco assumido já não é tão grande em relação a momentos anteriores.

A sociedade em conta de participação é regulada pelos artigos 991 a 996 do Código Civil (Lei nº 10.406/2002). Nela, encontra-se uma alternativa para investidores que não desejam participar diretamente como sócio da *startup*. Assim, o investidor compõe uma pessoa jurídica que participará do quadro societário, isto é, ele não participa e nem faz aporte direto na *startup*, mas sim na sociedade a qual se tornará sócia através do investimento.

Os principais pontos de atenção nessa forma de investimento quando da constituição da sociedade em conta de participação, é altamente recomendado a elaboração de seu contrato social, para estabelecer os parâmetros que regularão a relação entre *startup* e investidor e, ainda, como prova de existência da sociedade em conta de participação, ajudando a prevenir eventualmente caracterização de existência de sociedade em comum.

De igual maneira, a existência dos livros comerciais da sociedade ta de participação servirá como prova da existência da sociedade, razão pela qual é extremamente relevante que a *startup*, enquanto sócia ostensiva, realize a devida escrituração.

Também é extremamente relevante que o investidor atue estritamente nos limites de sua posição de sócio participante, para evitar que venha a ser responsabilizado pelas obrigações assumidas pela *startup* no âmbito dos negócios da sociedade em conta de participação.

Por fim, vale relembrar que a opção por essa forma de investimento impedirá a *startup* de beneficiar-se do regime tributário do Simples Nacional, tendo em vista o entendimento da Receita Federal de que a sociedade em conta de participação é equiparada à pessoa jurídica para

fins da vedação do artigo 3º, 4, inciso VII, da Lei Complementar nº 123/2006⁶⁷.

O investimento por meio da obtenção de participação societária em uma sociedade em conta de participação, constituída para que o investidor seja o sócio participante e a pessoa jurídica da *startup* seja o sócio ostensivo, é mais adequado nas fases iniciais da *startup*. Isso porque, conforme analisado, a *startup* atua em seu próprio nome, o investidor, enquanto sócio participante, está menos exposto aos eventuais passivos.

Ademais, em caso de falência da *startup*, haverá a dissolução e liquidação da sociedade em conta de participação, como investidor tornando-se credor quirografário⁶⁸ (o que não ocorreria caso o investidor fosse sócio da pessoa jurídica da *startup* e esta fosse à falência).

Para o empreendedor, por sua vez, há a vantagem de preservar a gestão da *startup* independente do montante aportado pelo investidor, visto que este não se tornará sócio direto da *startup*. Em fases mais avançadas de maturação da *startup*, porém, não se vislumbra vantagens relevantes no uso dessa forma de investimento.

Por ser um formato de constituição célere e que garante proteção para os investidores, a SCP vem sendo cada vez mais utilizada como veículo para realização de investimentos em *startups*. Quando retratada dentro das sociedades limitadas e anônimas, a participação societária tem o objetivo de tornar o investidor sócio da *startup*, enquanto a sociedade em conta de participação objetiva que o investidor seja sócio do veículo societário estruturado, por sua vez, para formalizar o investimento na *startup*.

4.2 O MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

O contrato de mútuo conversível é uma estrutura relativamente simples, que pode ser celebrada por uma Sociedade Limitada, mesmo que enquadrada no regime de tributação do Simples Nacional. Por isso, trata-se do formato preferido por investidores, em especial, para *startups* que se encontram em estágio inicial do negócio.

O contrato de mútuo é contrato típico, previsto especificamente no artigo 586 do Código

⁶⁷ “Art. 39. 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: VII-que participe do capital de outra pessoa jurídica; [...]” (BRASIL, 2006).

⁶⁸ “Art. 994 [...] § 2º A falência do sócio ostensivo acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário” (BRASIL, 2002).

Civil⁶⁹ que define o mútuo como sendo empréstimo de coisas fungíveis, sendo o mutuário obrigado a restituir o mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero.

Juridicamente, o Mútuo Conversível em Participação Societária nada mais é do que um empréstimo do investidor para a *startup*, em que se pactua que a quitação poderá ocorrer mediante a conversão do empréstimo em subscrição de quotas ou ações da empresa investida.

Como o investidor recebe desde já o investimento, do ponto de vista de fluxo financeiro, ele é mais indicado para empresas que precisam receber recursos rapidamente, mesmo que os investidores precisem diferir no tempo a decisão de se tornarem sócios. Ou seja, o investimento entra desde já e o investidor tem mais tempo para optar pela conversão em participação societária.

O tipo contratual denominado de mútuo conversível prediz que o pagamento do valor investido deve ser feito por meio de participação acionária, ou seja, a restituição ocorre de modo suplementar à implementação de certos termos e condições utilizando-se coisa diversa daquela mutuada. E mesmo que uma parte da doutrina defenda a possibilidade de haver uma desconsideração do contrato típico de mútuo, é possível destacar o princípio da autonomia da vontade, que se estabelece por meio da livre vontade das partes, pela cláusula de mútuo e pela promessa de subscrição de participação acionária, condicionada ao cumprimento de certos acordos prévios.

Primeiramente, é válido esclarecer que, enquanto por um lado, no investimento via contrato de mútuo conversível o investidor está, em regra, mais protegido do que na obtenção direta de participação societária da *startup* (por ser um credor e não um sócio da sociedade enquanto não há a opção pela conversão), por outro lado, o ganho do investidor na modalidade de participação direta pode vir a ser muito maior do que no contrato de mútuo.

No investimento via mútuo, o investidor está aportando um montante, que, em momento futuro, poderá optar por converter em participação societária da *startup*. Referida conversão tomará por base o quanto o valor investido, acrescido de juros e correção monetária, representa na avaliação da *startup* no momento da efetivação da conversão. Em contrapartida, na obtenção de participação societária no ato do investimento, o cálculo da percentagem a ser atribuída ao investidor é tomado com base na avaliação da *startup* realizada naquele momento, a qual será inferior à avaliação do momento futuro caso a *startup* alcance o sucesso almejado⁷⁰.

⁶⁹ “Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade” (BRASIL, 2002).

⁷⁰ JUDICE, 2017, p. 57-58.

Dessa análise, é possível concluir que, em caso de sucesso da *startup*, o mesmo valor investido representaria uma percentagem maior de participação na avaliação inicial em relação à avaliação do momento da conversão, trazendo um ganho maior caso a escolha seja pela obtenção de participação societária de início ao invés da celebração do contrato de mútuo conversível. Porém, esse é apenas um elemento, que deve ser analisado em conjunto com os demais fatores antes de tomar uma decisão pela forma a o investimento mais adequada para cada caso.

Outra questão que tem que ser avaliada com cuidado antes de optar pelo investimento via contrato de mútuo conversível em participação societária que ele não traz (ou ao menos não deveria trazer), ao investidor, direitos que são exclusivos dos sócios, como, por exemplo, a ingerência na administração da sociedade e o direito de voto em assembleia geral.

A tentativa de estabelecer direitos exclusivos de sócios ao investidor mutuamente pode, em último caso, levar à caracterização de uma sociedade em comum. Esta é uma sociedade sem personalidade jurídica, em situação irregular, e que gera como consequência a responsabilização dos sócios pelas obrigações da sociedade, de maneira solidária e ilimitada com seu patrimônio pessoal. Portanto, quando o investidor tem o objetivo de realmente exercer o papel de sócio, o melhor é que o seu investimento seja devidamente formalizado como aporte no capital social da *startup*, para evitar prejuízos maiores⁷¹.

Superado esse ponto, caso a opção seja realmente por realizar o investimento via contrato de mútuo conversível, se a *startup* estiver constituída na forma de sociedade limitada é importante estabelecer no instrumento obrigação de sua transformação em uma sociedade por ações. Isso por enquanto nas sociedades limitadas o ganho de capital (ágio) é tributado⁷², nas sociedades anônimas isso não ocorre⁷³, gerando uma economia que pode ser revertida em benefício da própria *startup*⁷⁴.

⁷¹ MARQUES, 2015, p. 151-153.

⁷² Neste sentido: "AGIO NA SUBSCRIÇÃO DE QUOTAS. SOCIEDADE ANÔNIMA (SA) SOCIEDADE DE RESPONSABILIDADE LIMITADA (LTDA). O ágio na aquisição de quotas de capital das sociedades de responsabilidade limitada deve compor o resultado comercial do exercício. Como inexistente disposição que determine sua exclusão para fins de determinação da base de cálculo do imposto de renda, deve compor o lucro real" (BRASILIA, 2014).

⁷³ "Art. 442. Não serão computadas na determinação do lucro real as importâncias, creditadas reservas de capital, que o contribuinte com a forma de companhia receber dos subscritores valores mobiliários de sua emissão a título de: I-ágio na emissão de Ações por preço superior ao valor nominal, ou a parte do preço de emissão de ações sem valor nominal destinadas à formação de reservas de capital; [...]" (BRASIL, 1999).

⁷⁴ SANTANA, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 95.

Dessa forma, no caso da conversão de um mútuo em quotas de uma sociedade limitada, se o valor do mútuo for superior ao valor nominal das quotas que serão concedidas ao investidor, a diferença entre os valores (ágio) será interpretada pelo fisco como lucro, gerando o dever de recolhimento de imposto de renda. De maneira diversa, porém, ocorre no caso das sociedades anônimas, visto haver expressa previsão legal autorizando que o ágio seja computado como reserva de capital.

É recomendado, também, aproveitar a negociação do instrumento de mútuo para prever ao menos as regras principais que deverão constar em um acordo de sócios que as partes antecipadamente obrigam-se a celebrar quando da eventual entrada do investidor no quadro social da *startup* (muitas vezes a minuta final do acordo de sócios inclusive já está transcrita como anexo do contrato de mútuo conversível, para tentar evitar que as discussões sobre a redação do acordo de sócios fique para o futuro e acabe atrasando a formalização da conversão do mútuo).

Em referida minuta de acordo de sócios devem ser definidas questões cruciais da relação entre investidor e fundador, visando minimizar problemas que poderiam vir a surgir no cotidiano das relações societárias. Exemplos de questões a serem tratadas são: ingerência do sócio investidor sobre a administração ou os rumos da sociedade, forma de divisão de lucros, regras de saída de sócios ou entrada de novos sócios, obrigação de não concorrência, forma de sucessão e de solução de disputas, entre outras.

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 mais 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-anjo⁷⁵.

Por outro lado, pode não ser tão interessante a sua utilização em fase mais avançada, quando então a sociedade já estará próxima de consolidar-se e poderá ser mais vantajoso entrar diretamente no quadro societário para adquirir uma maior ingerência, sendo que o risco de responsabilização enquanto sócio estará mitigado pelo fato de a *startup* estar próxima de sua solidez.

Há algumas razões bem relevantes para optar pela realização do investimento por meio do mútuo conversível em participação societária. A primeira a ser mencionada é tributária.

⁷⁵ MARQUES, 2015, p. 89.

Uma parte relevante das *startups* é constituída na forma de sociedade limitada e beneficiam regime tributário do Simples Nacional. Como já dito anteriormente as sociedades que têm sócias pessoas jurídicas são vedadas de usufruir desse regime⁷⁶.

Dessa forma, nesse ponto o investimento por meio do instrumento de mútuo conversível aparece como uma excelente alternativa em relação à obtenção de participação societária, visto não haver limitações para as startups, ao utilizarem desse instrumento, continuarem valendo-se do regime tributário do Simples Nacional.

Outro benefício reside no fato de que, tendo em vista que em um primeiro momento o investidor apenas emprestará o dinheiro, mas que sua possível entrada na sociedade ocorrerá posteriormente, o *valuation* da *startup* (avaliação a ser realizada para determinar o valor da sociedade antes do recebimento do investimento, e assim poder estabelecer a percentagem da participação societária a que o investidor terá direito) pode não ser realizado de imediato, bastando no ato do empréstimo estabelecer a regra que será aplicada para avaliar o negócio quando da conversão do mútuo em participação societária.

A grande vantagem nesse ponto é que a avaliação, que na fase inicial é muito mais difícil de ser realizada devido à falta de dados concretos disponíveis para coleta, é postergada para um momento de maior maturação, possibilitando alcançar um resultado mais preciso e gerando uma agilidade maior na conclusão do investimento.

Ademais, a negociação e concretização do investimento por meio do contrato de mútuo conversível em participação societária tende a ser mais ágil e menos custosa, visto não haver a necessidade de registro do instrumento em nenhum órgão nem de alterar os atos societários da *startup*⁷⁷.

A captação de recursos por essa forma também é vantajosa para a *startup* por, via de regra, envolver juros menores do que os aplicados em um empréstimo bancário, além de não ser comum haver a exigência de apresentação de garantias reais por parte da sociedade e/ou de seus sócios⁷⁸.

⁷⁶ "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: [...] § 4 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 [...]" (BRASIL, 2006).

⁷⁷ SANTANA, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 94.

⁷⁸ SANTANA, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 94-95.

E vale mencionar mais duas vantagens, uma para o fundador da *startup* e outra para o investidor. Nessa forma de investimento, como o investidor não se torna sócio da sociedade no primeiro momento, em geral o sócio fundador mantém uma maior autonomia na gestão do negócio em relação ao investimento por aquisição de participação societária.

Por outro lado, ao manter-se fora do quadro societário da *startup*, o investidor mitiga seus riscos de ser responsabilizado por qualquer ação tomada pelo fundador no negócio antes da conversão da dívida em participação societária e ainda tem a chance de tentar reaver o seu investimento, já que é um credor da sociedade e não um sócio (embora, na prática, quando ocorre esse cenário geralmente a sociedade não possui dinheiro para quitar suas dívidas e o investidor acaba não recuperando o valor investido mas, ao menos, limita o seu prejuízo a esse valor, já que, salvo se houver o reconhecimento de uma sociedade em comum, não responderam pelas dívidas acumuladas pela *startup*).

4.3 AS DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Quanto às debêntures conversíveis, estas são fundamentadas em lei, especificamente no artigo 52 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976⁷⁹, e classificadas como valores mobiliários pelo artigo 2º da Lei n.º 6.385/76⁸⁰, conferindo a seus titulares direito inequívoco de crédito contra a companhia, conversíveis em participação acionária, nas condições constantes da escritura de emissão.

Mesmo não sendo tão populares, as debêntures conversíveis são títulos privados de renda fixa que funcionam como uma espécie de empréstimo para uma empresa. A partir delas, uma *startup* consegue se atingir objetivos financeiros ao emitir e vender títulos de dívida, devolvendo o valor inicialmente investido somada a uma taxa de rentabilidade. Apesar disso, em determinadas situações, há a possibilidade de uma debênture recompensar seu investidor de outras formas além do pagamento de juros. Isso ocorre, por exemplo, no caso das debêntures conversíveis.

Assim, configuram-se como uma alternativa menos arriscada para investir em empresas, já que elas apresentam mais de uma forma para remunerar o investidor.

⁷⁹ “Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)” (BRASIL, 1976).

⁸⁰ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)” (BRASIL, 1976).’

A decisão por emitir de debêntures é tomada pela empresa em assembleia geral de acionistas ou pela reunião do Conselho de Administração da emissora. Também é decidido, no mesmo processo, quais serão todas as condições da emissão.

Mas antes disso, a companhia deve antes fazer uma criteriosa análise de suas necessidades de caixa. Esse estudo é importante principalmente para saber se a empresa terá condições de pagar as debêntures no seu resgate. Ou seja, a companhia precisa avaliar se os custos do lançamento são compatíveis com remuneração que as debêntures vão proporcionar à empresa.

Haja vista a aparente proximidade existente entre as debêntures conversíveis em participação societária e o mútuo conversível, importante traçar as diferenças mais relevantes no momento de optar entre um ou outro para a formalização de um investimento em *startup*.

Enquanto o mútuo é um contrato que possui regramento legal enxuto⁸¹ e a sua formalização via de regra depende apenas da celebração de um contrato particular, a debênture é instrumento com regramento mais complexo⁸² e cuja emissão depende do cumprimento de diversos requisitos legais e formais, inclusive perante a Comissão de Valores Mobiliários⁸³. Desta forma, a emissão de debêntures é um procedimento significativa mente mais custoso e burocrático do que a celebração de um contrato mútuo.

Por outro lado, o fato de as debêntures possuírem previsão legal da sua conversibilidade em participação societária pode ser tomado como uma vantagem em relação ao mútuo conversível, por eliminar a possibilidade de o investimento vir a ser caracterizada como uma sociedade em comum o que poderia afetar o patrimônio pessoal do investidor.

Vale esclarecer, entretanto, que essa seria a única aparente vantagem da utilização das debêntures ao invés do mútuo, a qual é solucionável com a formalização de um contrato de mútuo conversível com redação cuidadosamente elaborada e sem prever direitos de sócios ao mutuante.

Ademais, as debêntures possuem uma questão de extrema relevância que as tornam não recomendável, ao menos em um ponto de vista conservador, para a maioria das startups, qual seja, a insegurança jurídica de sua utilização em sociedades limitadas.

Enquanto as debêntures estão regulamentadas na lei das sociedades por ações⁸⁴, as

⁸¹ BRASIL, 2002.

⁸² BRASIL, 1976.

⁸³ FLACH; SILVA, 2016. In: JUDICE; NYBO, 2016, p. 150.

⁸⁴ BRASIL, 1976.

sociedades limitadas têm sua regulamentação no Código Civil⁸⁵, não possuindo em referido regramento qualquer referência às debêntures.

A ausência de previsão legal que autorize as sociedades limitadas a emitirem debêntures e o fato de as debêntures estarem previstas em legislação que trata exclusivamente das sociedades por ações levam diversos juristas⁸⁶ a questionarem a possibilidade de emissão de debênture por Junta Comercial do Estado de São Paulo⁸⁷ e a Junta Comercial do Estado sociedade limitadas. No mesmo sentido já se manifestaram inclusive a do Rio de Janeiro⁸⁸.

É importante mencionar que há também o posicionamento contrário⁸⁹, o qual defende que as sociedades limitadas poderiam emitir debêntures, tendo em vista: (a) não haver vedação legal para a emissão de debêntures por sociedades limitadas, (b) o fato de essa espécie societária poder ser por sociedade regida supletivamente pela lei da sociedade anônima e (C) não haver vedação expressa da Comissão de Valores Mobiliários (órgão responsável por disciplinar e fiscalizar a emissão de debêntures)⁹⁰.

Em que pese haja argumentos favoráveis à emissão de debêntures sociedades limitadas, parece bastante inseguro optar por tentar fazê-lo considerando-se que não há até o momento uma corrente majoritária favorável e havendo inclusive posicionamentos contrários por parte das Juntas Comerciais.

Desta forma, a tentativa de operacionalizar essa emissão, além de ter alto custo e questões burocráticas, poderia gerar um grande mal-estar com o investidor e atraso no recebimento do investimento por parte da *startup* em caso de exigências e impedimentos

⁸⁵ BRASIL, 2002.

⁸⁶ Nesse sentido, cf.: (a) BORBA, J. E. T. **Direito societário**. 13.ed.rev. e atual Binde Janeiro: Renovar, 2012, p. 129 e 296; (b) ABRÃO, N. **Sociedades limitadas**. 10.ed. rev. atual. e ampla. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 54; (c) LUCENA, J. W. Das sociedades limitadas. 6.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 308 apud FLACH, P.; SILVA, L. L. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JUDICE, L. P.; NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups**. Curitiba: Turuá, 2016, 151; e (d) MATTOS FILHO, A. O. **Direito dos Valores Mobiliários** (Volume 1- Dos Valores Mobiliários. Tomo 2). Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 13.

⁸⁷ SÃO PAULO. Junta Comercial do Estado de São Paulo. Ata da Sessão Plenária da JUCESP n. 047/2012, ordinária. Data: 26 jun. 2012.

⁸⁸ RIO DE JANEIRO. Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro. Processo n. 07-2012/232000-0. Julgador: Gustavo Tavares Borba. Órgão julgador: Procuradoria Regional da JUCERJA. Data: 28 ago. 2012.

⁸⁹ Nesse sentido, cf.: (a) PITTA, A. G. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela lei das sociedades por ações. In: AZEVEDO, L. A. N. M.; CASTRO, R. R. M. (coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 515-530; e (b) VEIGA, M. G.; OROLI, E. F. As sociedades limitadas e o mercado de capitais. In: AZEVEDO, L. A. N. M.; CASTRO, R. R. M. (coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 650-653.

⁹⁰ FLACH; SILVA, 2016. In: JUDICE; NYBO, 2016, p. 152-154.

apontados pela Junta Comercial responsável pelo registro.

Tendo em vista que a grande maioria das startups, ao menos inicialmente, opta pela estruturação por meio de uma sociedade limitada, na dúvida entre a concretização do investimento via contrato de mútuo conversível em participação societária ou via debêntures com a cláusula de conversibilidade em participação societária, parece ser mais apropriada a primeira das opções.

Considerando a conclusão alcançada no item anterior, a utilização de debêntures conversíveis em participação societária não é recomendada nas fases iniciais das startups, visto que elas provavelmente estarão constituídas na forma de sociedades limitadas, bem como o custo elevado e burocracia envolvida.

Somente parece viável a emissão de debêntures como forma de captação de investimento por startups que estão estruturadas na forma de sociedades anônimas e no caso de investimentos de valores mais elevados, que justifiquem o gasto gerado por referida emissão (o que geralmente ocorre apenas em fases de maior maturação das *startups*).

De qualquer maneira, ainda assim as demais possibilidades de formalização de investimentos apontadas nesta seção podem ser mais interessantes, sendo que a utilização de debêntures poderia vir a ser considerada se fosse uma exigência do investidor.

4.4 A OPÇÃO DE COMPRA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

A opção de compra de participação societária é o instrumento contratual por meio do qual o investidor adquire, mediante pagamento, o direito de comprar participação societária de uma determinada sociedade. Os termos e as condições da opção de compra são livremente negociáveis entre investidor e empresa.

A modalidade de opção de compra de ações é compatível com as Sociedades Anônimas e Limitadas Por meio da Opção de Compra de Ações, o investidor paga um prêmio à vista pelo direito de subscrição de ações por um determinado preço no futuro. Ou seja, o investidor difere a decisão de se tornar acionista.

A opção é um contrato atípico, uma vez que não há no ordenamento jurídico brasileiro regramento específico para esse tipo de contrato. Logo, o seu regulamento se dá pelas normas gerais de direitos das obrigações.

Contudo, mesmo sendo um contrato atípico, há menção de sua existência no art. 168,

parágrafo 3º da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76)⁹¹, bem como na IN 223/94 da CVM⁹² aplicáveis às sociedades por ações de capital aberto. Por isso, apesar de atípico, é tido um contrato nominado.

Atualmente, esse contrato está sendo amplamente usado para formalizar investimentos, apesar de que já possuía certa popularidade nas Sociedades Anônimas, e, principalmente, para atrair e reter talentos nas *startups*, se a opção for celebrada diretamente com os sócios.

A partir disso é importante citar e conceituar brevemente o *vesting*^{93,94}. O *vesting* é um mecanismo para reter talentos em empresas, o qual é instrumentalizado pelo contrato de opção de compra. Em outras palavras, podemos exemplificá-lo como uma cláusula ou contrato ou até disposição que, por meio do qual é oferecido ao colaborador ou funcionário ou próprio sócio o direito de adquirir, de forma progressiva e mediante o cumprimento de condições previamente estabelecidas (prazo, tempo de carência, metas etc), uma determinada participação societária.

No investimento via opção de compra de participação societária, o investidor somente poderá adquirir direitos exclusivos de sócios após exercer a sua opção e passara figurar no quadro societário da startup. Antes disso, assim como ocorre no contrato de mútuo conversível em participação societária, investidor não terá uma ingerência significativa na sociedade investida.

Qualquer tentativa de conceder direitos de sócio ao investidor enquanto este não fizer parte do quadro societário poderá gerar o reconhecimento de uma sociedade em comum, hipótese na qual o investidor seria obrigado a responder com seu patrimônio próprio pelas obrigações assumidas pela sociedade investida.

Outra questão de extrema relevância é a necessidade de realizar previamente uma análise tributária para entender se essa forma de investimento é vantajosa para o caso específico. Isso porque, como o aporte maior é realizado como pagamento pela aquisição do direito de opção, a compra da participação societária no momento do exercício é registrada via de regra por um valor simbólico. Desta forma, o investidor terá que declarar a aquisição das quotas ou

⁹¹ “Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. § 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle” (BRASIL, 1976).

⁹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1994, p. 3.

⁹³ Embora não resulte em um aporte financeiro direto na startup, o *vesting* não deixa de ser uma forma de investimento. Isto porque, por meio dele, a startup investe na qualificação de sua equipe e manutenção de seus colaboradores mais relevantes, o que é fundamental para viabilizar o sucesso do negócio.

⁹⁴ CHINAITE; WUO, 2016. In: REZENDE, 2016, p. 29.

ações por um valor muito inferior ao realmente pago. Como consequência, quando o investidor decidir vender a participação societária adquirida, haverá um substancial ganho de capital a ser pago a título de imposto de renda, pois esse cálculo levará em conta o valor registrado da aquisição das quotas ou ações e não o valor integral do investimento realizado⁹⁵.

Há, ainda, uma dificuldade a ser superada na forma adequada de contabilizar o aporte realizado pela compra do direito de opção, visto que ele não pode ser computado como integralização do capital social (por não ter havido aquisição de participação no primeiro momento) nem como dívida (por não se tratar de um mútuo)⁹⁶.

Por fim, vale mencionar a importância de, ao negociar as cláusulas do contrato de opção de compra de participação societária, prever também as bases do acordo de sócios que será celebrado caso o investidor exerça a opção adquirida, visando assim resguardar as partes de atrasos no momento da formalização da entrada do investidor no quadro societário por eventuais impasses facilmente evitáveis se negociados antecipadamente.

Assim como o contrato de mútuo conversível, é possível utilizar-se do contrato de opção de compra em participação societária em qualquer ponto de maturação da startup, sendo, entretanto, mais comum a sua utilização em fases mais incipientes, visando a proteção do patrimônio do investidor.

Os empreendedores veem esse contrato de maneira positiva por receberem um investimento sem assumir uma dívida (visto que o investidor fez seu aporte para comprar o direito de opção e não como empréstimo) e sem conceder uma participação societária desde o início ao investidor, garantindo assim uma maior liberdade na tomada de decisões estratégicas da sociedade enquanto o investidor não exercer seu direito de tornar-se sócio da *startup*.

Os investidores, por sua vez, têm no contrato de opção uma segurança maior para o seu patrimônio pessoal em relação à aquisição de participação societária desde o início. Por outro lado, costumam preferir o contrato de mútuo conversível em participação societária, visto que no contrato de opção não terão como reaver o investimento caso não desejem exercer a opção de compra da participação societária.

Em relação à obtenção direta de participação societária, o investimento via contrato de opção tem a vantagem de ser menos custoso e menos burocrático, por não exigir qualquer forma de registro nem alteração dos atos Societários em seu momento inicial.

A vantagem é a de que não se trata de uma dívida da Sociedade e não há incidência de

⁹⁵ JUDICE, 2017, p. 67.

⁹⁶ JUDICE, 2017, p. 64.

juros. Contudo, o valor pago como prêmio para a opção (que, no caso de *startups*, em geral é o valor completo do investimento) está sujeito à tributação.

Ademais, assim como ocorre no mútuo conversível, o fato de na opção de compra de participação societária o investidor não se tornar em um primeiro momento sócio da startup faz desse tipo de investimento uma alternativa à obtenção direta de participação societária para evitar que a startup que estiver constituída na forma de sociedade limitada e beneficie-se do regime tributário do Simples Nacional perca esse benefício com a entrada em seu quadro societário de uma sócia pessoa jurídica.

4.5 CONTRATO DE PARTICIPAÇÃO

O contrato de participação de investidor-anjo é regulamentado pela Lei Complementar nº 155/2016 e vem servindo como alternativa ao contrato de mútuo conversível. Através dele o investidor-anjo concede recursos financeiros à *startup* e recebe como contrapartida a participação em seus lucros e conversão em participação societária.

Esse contrato e o de mútuo conversível se parecem muito, principalmente quanto à forma de conversão. O que os diferencia, na verdade, são especificidades na lei que regula o contrato de participação.

Conforme traz a lei, o investidor é aquela pessoa, física ou jurídica – inclui-se aqui os fundos de investimento – disposta a investir em uma microempresa - ME ou Empresa de Pequeno Porte - EPP mediante aporte de capital. Esse capital não integraliza o capital social da empresa, tampouco será considerado como receita desta, devendo ser aplicado exclusivamente para fomentar a parte de inovação da empresa.

O investidor não é considerado sócio e não detém qualquer poder de gerência ou voto na administração da empresa e, por isso, não pode ser responsabilizado por quaisquer dívidas da empresa, inclusive no caso de Recuperação Judicial. Além disso, o investidor ainda terá direito de preferência na aquisição das quotas/ações em casos de alienação.

Para valer-se dos benefícios atribuídos pela Lei Complementar nº 155/2016, é fundamental que o contrato de participação contemple todos os requisitos previstos nos artigos 61-A a 61-C da Lei Complementar nº 123/2006⁹⁷, A ausência ou contrariedade qualquer um

⁹⁷ “Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa [...]; Art. 61-B. A emissão e a titularidade de aportes especiais não impedem a fruição do Simples Nacional. (Incluído pela Lei Complementar nº 155, de 2016);

dos requisitos legais pode descaracterizar o contrato de participação e levar à perda dos benefícios legais, o que representaria grande ameaça principalmente ao investidor, em razão do risco de não ter assegurada a blindagem patrimonial garantida por essa forma de investimento.

Outro ponto de extrema relevância é de cunho tributário. Conforme previsto no artigo 61-A, § 10º, da Lei nº Complementar 123/2006 cabe ao Ministério da Fazenda regulamentar a tributação incidente na retirada do capital investido. Essa regulamentação foi realizada por meio da Instrução Normativa RFB N° 1719, de 19 de julho de 2017, conforme esclarece Eduardo Moretti:

[...] a mencionada normativa- alvo de muitas críticas por parte da doutrina especializada - estipulou 3 hipóteses em que deve ocorrer a incidência de imposto sobre a renda no investimento-anjo: (a) pela participação periódica nos resultados da sociedade em que aportou o capital (art. 61-A, §§ 4º e 6º LC 155/2016) (b) pelo ganho na alienação dos direitos do contrato de participação (art. 61-A, §§ 8º e 9º, LC 155/2016) e pelo resgate do valor aportado decorrido o prazo mínimo (art. 61-A, § 7º, LC 155/2016) [...]

A referida Instrução Normativa estabelece alíquotas variáveis entre 22,59% e 15%, de acordo com o prazo do contrato de participação (entre inferior 180 dias e superior a 720 dias)⁹⁸.

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 risco⁹⁹. 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 ocorreu¹⁰⁰. Essas têm sido as principais razões pelas quais os investidores têm considerado desinteressante o investimento por meio do contrato de participação.

Ademais, vale mencionar que o contrato de participação apresenta uma barreira burocrática no caso do recebimento de investimentos a serem realizados por investidores estrangeiros. O Banco Central do Brasil não possui (ao menos até os primeiros meses do ano de 2018) uma forma de registrar esse tipo de operação, forçando que o investimento externo seja registrado ou como obtenção de participação societária (no sistema de Registro Declaratório Eletrônico - Investimento Estrangeiro Direto, RDE-IED)¹⁰¹ ou como mútuo (no

Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares” BRASIL, 2006.

⁹⁸ MORETTI, 2018. In: MORETTI; OLIVEIRA, 2018, p. 107-108.

⁹⁹ MORETTI, 2018. In: MORETTI; OLIVEIRA, 2018, p. 110.

¹⁰⁰ WANDERLEY, 2017, p. 5.

¹⁰¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021.

sistema de Registro Declaratório Eletrônico - Registro de Operações Financeiras, RDE-ROF)¹⁰².

A principal vantagem derivada do aporte por meio do contrato de participação são os valores aportados pelo investidor, que não serão considerados receitas ou aportes de capital na sociedade, somado à possibilidade de a *startup* poder optar pelo sistema de tributação do Simples Nacional.

Pelas características apresentadas acima, percebe-se que o investimento por meio do contrato de participação é mais adequado às fases iniciais da *startup*, embora não haja vedação à sua utilização em outros momentos.

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 de vigência do contrato.

Nesse sentido, com a evolução do mercado e importação de estruturas utilizadas em outros países constata-se uma adaptação dessas estruturas nos moldes brasileiros, bem como evolução dos mercados regulados, sendo possível apresentar estruturas jurídicas alternativas possíveis e eficazes, sempre se atentando para os limites impostos na lei.

A participação societária é fundamental para o sucesso de uma organização, visto que é formada por pessoas que acreditam no projeto e investem os seus recursos independentes da sua participação administrativa no negócio. A partir da divisão das responsabilidades e ganhos de forma justa, os resultados da organização são potencializados.

¹⁰² BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022.

5 CLÁUSULAS USUAIS EM CONTRATOS DE INVESTIMENTO E OUTROS INSTRUMENTOS CORRELATOS

Independente da estrutura de investimento utilizada, há certas cláusulas que são de grande valia e que estão presentes na maioria dos investimentos. Por essa razão, optou-se por abordá-las, ao invés de apenas incluí-las nas estruturas de investimento. Dessa forma, as cláusulas que serão tratadas podem ser utilizadas, com as devidas adaptações, em espécies de contratos de investimento variadas, bem como em acordo entre sócios.

Ademais, há determinados instrumentos contratuais que são correlatos às estruturas de investimento e são de grande relevância para garantir maior segurança jurídica tanto às *startups* quanto aos investidores. Destarte, aproveita-se para também tratar nesta seção do acordo de confidencialidade (*non-disclosure agreement*) e da carta de intenções (*letter of intent*) ou memorando de entendimentos (*memorandum of understanding*).

5.1 CLÁUSULAS USUAIS EM CONTRATOS DE INVESTIMENTO

As cláusulas contratuais que serão abordadas nesta subseção são comumente utilizadas em contratos de investimento e possuem grande relevância, podendo (e devendo), inclusive, ser incluídas em acordos de sócios.

Neste ponto não serão abordadas cláusulas gerais, as quais são usualmente encontradas na maioria dos contratos, como cláusulas de indenização, rescisão, rescisão e resolução contratual, eleição de foro, entre outras. Isso não quer dizer que estas sejam menos importantes. Porém, decidiu-se por tratar exclusivamente daquelas que são mais específicas, esclarecendo o que são e a sua importância e utilidade.

5.1.1 Não Competição (*non-competete*) e Não Solicitação (*non-solicitation*)

As cláusulas de não competição (também conhecida como *non-competete*) e de não solicitação (*non-solicitation*) são muito utilizadas em contratos de investimento. A primeira delas é também encontrada em contratos celebrados com colaboradores estratégicos.

O *non-competete* tem como utilidade vedar a participação dos sócios ou colaboradores, ainda que indiretamente, em atividades não ligadas à *startup* que, de alguma forma, possam

concorrer com ela¹⁰³. A cláusula de *non-solicitation*, por sua vez, visa evitar o aliciamento de colaboradores clientes ou parceiros comerciais da *startup*.

Para que a cláusula de não competição seja utilizada, é fundamental definir claramente quais atividades estão vedadas e o período pelo qual essa limitação vigorará, além de eventual restrição geográfica. A falta de delimitação das atividades ou uma previsão muito ampla pode levar essa cláusula a ser invalidada judicialmente, por ser entendida abusiva¹⁰⁴ (tratando-se de colaborador, é recomendado, ainda, que seja garantido a ele uma remuneração pelo período de não competição, caso contrário também há o risco do reconhecimento da abusividade)¹⁰⁵. Da mesma forma, a cláusula de não solicitação deverá ter as suas delimitações, principalmente de âmbito temporal.

Ademais, é essencial que seja fixada penalidade pelo descumprimento de referidas cláusulas, como forma de tentar inibir que isto ocorra.

5.1.2 Lock-up Period e Standstill Period

Tendo em vista que o investidor, ao aportar recursos em uma *startup*, muitas vezes o faz por acreditar no potencial de seus fundadores, é muito importante haver uma forma de assegurar a ele que os mesmos empreendedores manter-se-ão à frente do negócio ao menos pelo período necessário para que este obtenha o desenvolvimento esperado. E nesse contexto que estão inseridas as cláusulas de *lock-up period* e de *standstill period*.

A cláusula de *lock-up period* é utilizada para impedir os fundadores de alienarem as participações societárias que possuem na sociedade por determinado prazo ou até que certa métrica seja atingida (como, por exemplo, determinada receita bruta)¹⁰⁶.

A cláusula de *standstill period*, por sua vez, veda que os fundadores possam reduzir a participação societária que possuem abaixo de certo limite, evitando assim a troca no controle societário, que poderia implicar em uma mudança significativa na filosofia e objetivos da *startup*. Também nessa cláusula é necessário delimitar o período pelo qual essa vedação estará vigente¹⁰⁷.

¹⁰³ MENEZES; ALEXANDRINO, 2013, p. 102.

¹⁰⁴ WITTE, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 121.

¹⁰⁵ MENEZES; ALEXANDRINO, 2013, p. 110.

¹⁰⁶ GAUDÊNCIO; MCNAUGHTON, 2016, p. 159-160.

¹⁰⁷ SILVA, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 170.

Pela descrição das duas cláusulas, verifica-se a complementaridade entre elas e a importância de sua previsão com vistas a proteger o investimento realizado pelo investidor.

5.1.3 *Tag Along e Drag Along*

O *tag along*¹⁰⁸ e o *drag along* são duas cláusulas muito utilizadas em acordos de sócios. Tendo em vista a importância das mesmas, elas costumam ser previstas desde logo nos contratos de investimento, de maneira a assegurar aos investidores e aos empreendedores os direitos delas advindos.

O *tag along* é uma forma de proteger o sócio minoritário (que, no caso das *startups*, via de regra é o investidor) de uma possível alienação da participação societária detida pelo sócio controlador (o fundador da *startup*). Essa cláusula, então, assegura ao investidor, enquanto sócio minoritário, o direito de alienar a sua participação para o mesmo comprador da participação societária do sócio controlador, nas mesmas condições¹⁰⁹.

O investidor costuma exigir a inclusão de referida cláusula para proteger-se de uma troca de controle societário da *startup*, visto que o aporte é realizado muito em razão do empreendedor que está à frente do negócio.

Desta forma, o investidor prefere ter o direito de alienar a sua participação em conjunto com o fundador do que correr o risco de ver a *startup* mudar de rumos em razão de uma troca de controle¹¹⁰.

O *drag along*, por sua vez, é um direito concedido ao fundador, enquanto sócio controlador. Por meio deste, o controlador pode exigir que todos os sócios minoritários alienem as suas participações em conjunto com ele para um terceiro. Essa cláusula é de grande importância pois pode facilitar ao fundador conseguir vender a sua participação, visto que algum possível comprador pode desejar adquirir a *startup* integralmente, não tendo interesse

¹⁰⁸ É importante esclarecer que neste ponto está sendo tratado do *tag along* contratual e não do *tag along* previsto no artigo 254-A da Lei 6.404/76, sendo eles dois institutos com características distintas. O *tag along* legal condiciona a alienação, ainda que indireta, do controle de companhia aberta, à realização de oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de todos os demais acionistas, assegurando a eles preço no mínimo equivalente a 80% do valor das ações com direito a voto que compõe o bloco de controle. Verifica-se, portanto, tratar-se de instituto exclusivo das sociedades anônimas abertas e obrigatório, ao contrário do *tag along* analisado neste trabalho, o qual é optativo e depende de previsão contratual expressa (BRASIL, 1976).

¹⁰⁹ CORVO, 2011. In: ADAMEK, 2011, p. 100.

¹¹⁰ COELHO; GARRIDO, 2016. In: JUDICE; NYBO, 2016, p. 125.

em manter os sócios minoritários no quadro societário¹¹¹.

Em que pese o *drag along* seja historicamente um direito do sócio controlador, nas *startups* eventualmente ocorre de o investidor, enquanto sócio minoritário, exigir a inclusão de um *drag along* em seu favor (conhecido como o *drag along* inverso). Essa exigência geralmente é realizada por fundos de investimento, que buscam nela aumentar as suas possibilidades de alienar a participação societária que possuem na *startup*, já que poderão encontrar compradores que desejem adquirir o negócio somente em sua totalidade¹¹².

Tendo em vista que o *drag along* representa uma obrigação de venda consunta, ao contrário do *tag along*, que é um direito de venda conjunta, é muito importante, para proteger aquele que concede o direito de *drag along*, estabelecer o preço mínimo (ou a sua forma de cálculo) para o seu exercício. Desta maneira, buscar-se-á evitar que o outro sócio exerça o direito do *drag along* mesmo que por um valor abaixo do suposto valor de mercado da *startup*, por ter a necessidade da venda, e assim acabe prejudicando severamente o outro sócio^{113,114}.

5.2 ACORDO DE CONFIDENCIALIDADE (*NON-DISCLOSURE AGREEMENT*)

Os acordos de confidencialidade (conhecidos também como termo de sigilo ou, simplesmente, NDA, por ser a sigla de seu nome em inglês: *non-disclosure agreement*) têm como função proteger informações sensíveis e estratégicas da *startup*, evitando que estas sejam tornadas públicas e possam ser utilizadas por concorrentes.

Como alertam Alan Moreira Lopes e Tarcisio Teixeira, "um acordo de confidencialidade pode e deve ser utilizado sempre que o sigilo for condição indispensável para a segurança jurídica de um negócio"¹¹⁵.

Eles são úteis e extremamente recomendados em diversas situações, como, por exemplo, (a) quando certas informações da *startup* forem ser apresentadas para possíveis investidores poderem avaliar se desejam ou não realizar um aporte; (b) nas relações estabelecidas entre *startups* e parceiros, quando estes tiverem acesso a dados relevantes e sigilosos; (c) nos vínculos com funcionários que ocupam cargos estratégicos e têm acesso a conteúdo sensível; (d) caso

¹¹¹ CORVO, 2011. In: ADAMEK, 2011, p. 100.

¹¹² TAVARES; MENEZES, 2013.

¹¹³ SILVA, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 167-168.

¹¹⁴ TAVARES; MENEZES, 2013.

¹¹⁵ TEIXEIRA; LOPES, 2017, p. 13.

haja a necessidade de revelar a clientes certos materiais confidenciais, entre outros.

Para dar força ao NDA, é muito importante que sejam estabelecidas sanções para o caso de descumprimento¹¹⁶. Estas podem ser em valores pré-estabelecidos ou então de maneira genérica, prevendo que a parte infratora deverá ressarcir a parte inocente pelas perdas e danos a que der causa. A primeira opção é mais recomendada, principalmente se houver previsão de que a multa estabelecida é não compensatória, de maneira que, em caso de descumprimento, haja a incidência da multa prevista em contrato e ainda a obrigação de ressarcimento pelas perdas e danos imputados à parte inocente.

Com o objetivo de evitar dúvidas em relação ao que é classificado como informação confidencial em cada caso e o que está excluído dessa definição, é usual a existência de cláusulas que descrevam os tipos de informações que são sigilosas e aquelas que não o são, garantindo assim maior clareza ao contrato e evitando que haja descumprimentos por assimetria de interpretação contratual.

Outro ponto habitualmente incluído em termos de sigilo, quando este é celebrado com pessoas jurídicas, é que a parte que celebra o termo está obrigada a garantir a proteção das informações confidenciais recebidas também por seus funcionários, administradores, sócios e parceiros.

Também é comum esclarecer no acordo de confidencialidade a razão pela qual está sendo concedido o acesso àquelas informações e prever que o uso das informações confidenciais a que a parte tiver acesso está limitado ao objetivo previsto no contrato; além de impor a obrigação de as partes destruírem as informações confidenciais que estiverem em seu poder ou então devolvê-las à outra parte caso assim seja solicitado ou ao término do contrato e estabelecer o prazo de vigência contratual.

Por fim, válido mencionar que, embora o acordo de confidencialidade esteja aqui tratado como um instrumento autônomo, em muitos casos é comum sintetizá-lo em apenas uma cláusula, a ser inserida em contratos que regulem situações em que haverá a troca de informações sigilosas entre as partes envolvidas.

5.3 CARTAS DE INTENÇÕES (*LETTER OF INTENT*) E MEMORANDO DE ENTENDIMENTOS (*MEMORANDUM OF UNDERSTANDING*)

A carta de intenções (em inglês denominada *letter of intent*), também usualmente

¹¹⁶ OLIVÉRIO, 2016. In: JUDICE, 2016, p. 60.

chamada de *term sheet*, memorando de entendimentos (em inglês, *memorandum of understanding*) ou mesmo protocolo de intenções, é o primeiro instrumento a ser celebrado entre o possível investidor e a *startup*.

Ela é firmada quando, após uma primeira troca de informações, as partes desejam formalizar a intenção de aprofundarem-se nas negociações para a realização de um possível investimento, bem como estabelecer as premissas que servirão de norte para a negociação e para a elaboração dos para a realização de um possível investimento, bem como estabelecer os documentos que futuramente formalizarão a operação^{117,118}.

Embora o seu uso não seja obrigatório, ela é comumente utilizada e altamente recomendada, visto que traz proteção para ambas as partes. Ademais, quando bem elaborada, "facilita e agiliza a implementação do investimento, reduzindo as chances de aparecerem questões novas a serem negociadas nos contratos definitivos"¹¹⁹.

Não há um modelo único a ser seguido nem uma regra do que deve estar incluído neste instrumento, porém algumas questões são comumente abordadas, como, por exemplo: (a) forma de avaliação da *startup* para estabelecer a proporção entre investimento a ser realizado e benefício a ser concedido ao investidor; (b) questões que serão objeto de diligência legal para verificar as situações econômica, financeira e jurídica da *startup* e impactos que eventuais passivos terão na avaliação da *startup*; (C) concessão de exclusividade temporária ao investidor, por período pré-estabelecido, para a realização e concretização da negociação; (d) confidencialidade em relação às informações trocadas pelas partes durante as negociações, inclusive aquelas fornecidas para a realização de diligência por parte do investidor; (e) cronograma da negociação; (f) estrutura de investimento que será utilizada para a concretização do investimento; (g) questões a serem objeto de futuro acordo de sócios (como eventuais ingerências que o investidor poderá ter na *startup* - por exemplo, poder de veto na votação de algumas matérias e escolha de membro do conselho de administração -, proteções para evitar diluição injustificada, direito de preferência no recebimento do retorno do investimento e outras proteções para as partes - como cláusulas de *tag along* e *drag along*, *lock-up period* para o

¹¹⁷ FILIPPI; MENEZES, 2012, p. 201.

¹¹⁸ POTENZA; LUIZE, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 137.

¹¹⁹ FILIPPI; MENEZES, 2012, p. 208.

empreendedor, *non-competete*, entre outras); (h) formas de solução de disputas^{120,121,122,123,124,125}.

É fundamental também estabelecer no *term sheet* se referido instrumento será vinculante ou não - isto é, se as partes restarão obrigadas a efetivarem o investimento caso não haja qualquer questão que o impeça ou o torne inseguro. Na prática, geralmente esses instrumentos são não vinculantes, podendo as partes "abandonarem as negociações imotivadamente, sem que lhe possa ser atribuída qualquer tipo de penalidade"^{126,127}.

Entretanto, mesmo que as partes não estejam obrigadas a concretizar o investimento, elas ainda estarão obrigadas a cumprir, durante a negociação, o que estiver estabelecido no protocolo de intenções. Ademais, questões como a confidencialidade devem perdurar mesmo após o encerramento das negociações. O descumprimento das obrigações assumidas poderá implicar na responsabilização da parte infratora por perdas e danos¹²⁸.

E válido mencionar que o memorando de entendimentos pode ser utilizado também em outras situações (com as devidas adaptações), como, por exemplo, para regular a relação entre os futuros sócios de uma *startup* que ainda está em fase de pré-constituição¹²⁹.

¹²⁰ POTENZA; LUIZE, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 137.

¹²¹ SPINA, 2012, p. 124-125.

¹²² GAUDÊNCIO; MCNAUGHTON, 2016, p. 22-23 e p. 32-36.

¹²³ FILIPPI; MENEZES, 2012, p. 209.

¹²⁴ WITTE, 2017. In: JUDICE, 2017, p. 115-125.

¹²⁵ O *term sheet* é um instrumento que, se por um lado muitas vezes é sucinto, por outro é de extrema relevância. Diversas das cláusulas mencionadas neste parágrafo possuem pontos sensíveis e estratégicos que merecem ser analisados.

¹²⁶ COUTINHO, 2016, p. 271.

¹²⁷ “Há que atentar-se, porém, para o fato de que, ainda que o *term sheet* seja não vinculante, as partes poderão ser responsabilizadas civilmente (responsabilidade pré-contratual) em caso de desrespeito ao princípio da boa-fé objetiva no decorrer das tratativas. Nesse sentido: "O direito de não contratar, mais especificamente, deve ser exercido com base na regra de boa-fé, que faz as partes terem a obrigação de se portar lealmente no curso das tratativas. Isso porque a liberdade que cada pessoa tem para se atrelar ou não a um negócio jurídico não pode configurar abuso desse direito, de modo a prejudicar aquele que, confiando na realização de um negócio, vê-se frustrado em virtude de um comportamento desleal – não condizente, portanto, com o que exprime a boa-fé objetiva" (DEPERON, 2009, p. 93).

¹²⁸ COUTINHO, 2016, p. 272.

¹²⁹ NYBO, 2016, p. 29-38.

CONCLUSÃO

Diante do crescimento de novos negócios no Brasil, é importante difundir e conscientizar os aspectos jurídicos (contratual e societário) para a constituição e para o investimento de *startups*. Para tanto, o ciclo de vida jurídico dessas organizações foi apresentado, em conjunto com espécies de investidores. A partir disso, foi possível aprofundar-se nas estruturas societárias, bem como nas estruturas de investimento comumente mais utilizadas para *startups*. Por fim, foram abordadas as cláusulas contratuais que possuem mais impacto no investimento, além de demais instrumentos correlatos.

Diante disso, conclui-se que por mais que o ordenamento jurídico brasileiro consiga abranger tanto estruturas societárias, como investimentos com foco em *startups* hoje, esses empreendimentos possuem particularidades que devem ser observadas com atenção.

Em relação ao Direito Societário, os tipos societários mais recorrentes em *startups* são a sociedade limitada, a sociedade anônima e a sociedade em conta de participação.

Como retratado, na sociedade limitada a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social. A maior vantagem da sociedade limitada, como o próprio nome já diz, é a limitação da responsabilidade dos sócios à sua participação no capital social, isto é, ao montante investido na empresa. Isso oferece uma proteção legal ao patrimônio dos sócios, reduzindo o risco empresarial, mas este tipo societário é comumente utilizado em *startups* também por possuir menor complexidade e menores custos envolvidos, além de haver a possibilidade de optar pelo regime tributário do Simples Nacional.

Acerca da sociedade anônima, também conhecida como S.A, concluímos que é um tipo de sociedade empresarial que tem como principal característica a divisão por ações. Nelas, os sócios são denominados acionistas e são formados por duas ou mais pessoas. Embora esse tipo societário não seja ainda muito utilizado pelas *startups*, ele pode vir a ser a melhor alternativa para *startups* que estejam em um momento de maturação mais avançado.

Independentemente de optar pela sociedade limitada ou pela sociedade anônima, é extremamente recomendada a celebração de um acordo de sócios, para estabelecer certas questões de grande importância e que tangem ao âmbito do contrato social e do estatuto social.

Por fim, a última estrutura societária exposta foi a sociedade em conta de participação. Nela, a estruturação da sociedade é celebrada entre a empresa, também chamados de sócia ostensiva, e o investidor assume a posição de sócio participante. Uma das alternativas para o investidor que não deseja adquirir participação societária diretamente da *startup* e, por isso,

pode ser vista também, como um veículo de investimento

Quando falamos de Direito Contratual foi apontado que, quando o investimento em *startups* não é formalizado por meio da obtenção de participação societária (diretamente na pessoa jurídica da *startup* ou então via sociedade em conta de participação), as opções existentes são o mútuo conversível em participação societária, as debêntures conversíveis em participação societária, a opção de compra de participação societária e o contrato de participação.

Investir em *startups* representa um possível risco patrimonial e financeiro, por isso, o investidor não deseja em um primeiro momento tornar-se sócio da *startup*, nem deseja optar pela aquisição de participação de uma sociedade em conta de participação.

O contrato mais utilizado no Brasil para investimento em *startups* é o mútuo conversível para *startup*, que objetiva a captação de recursos financeiros. Na elaboração deste contrato, o valor investido é previsto, além da maneira como ele será convertido posteriormente. Chama a atenção no contrato de mútuo conversível o fato do investidor não compor imediatamente o quadro societário da empresa. Acredita-se que a opção pelo contrato de mútuo conversível em participação societária seja frequente não apenas por ser um investimento que é formalizado de forma ágil e pouco custosa.

Outra alternativa para investimento em *startups* são debêntures conversíveis em participação societária, que existem no Brasil, mas que só podem ser emitidas por Sociedades Anônimas. Esse é um título de renda fixa que faz parte do crédito privado, mas pode levar o investidor a ter ações. Além da falta de seguranças para as demais estruturas societárias, elas também possuem um custo elevado e, por isso, não são comumente utilizadas por *startups*.

Ademais, a opção de compra é um instrumento pelo qual qualquer pessoa (Outorgante) concede a outra pessoa (Outorgado) o direito a comprar determinada participação societária por um preço certo após um prazo ajustado ou acontecimento de um certo evento. Ocorre que, em detrimento do mútuo conversível, esse tipo de investimento não costuma ser escolhido por investidores por, além de não trazer vantagens, poder resultar em uma tributação de ganho de capital maior e não possibilitar que o investidor tente reaver o aporte realizado em caso de insucesso.

Por fim, o contrato de participação é a principal alternativa ao contrato de mútuo conversível. Por meio desse contrato, o investidor disponibiliza capital à *startup* em troca de participação em seus lucros e conversão em participação societária.

Independentemente da forma que for utilizada para a concretização do investimento, é muito importante que tanto investidor quanto empreendedor negociem cuidadosamente todos

os termos e condições que regularão a relação entre eles. Para tanto, devem fazer uso de cláusulas contratuais estratégicas e de instrumentos contratuais correlatos ao investimento, como o acordo de confidencialidade, a carta de intenções e o memorando de entendimentos.

Portanto, embora não haja dúvidas sobre as estruturas societárias e contratuais mais utilizadas pelo ecossistema de *startups* hoje, fica claro que não existe uma receita de sucesso que se encaixe para todas as startups da mesma maneira.

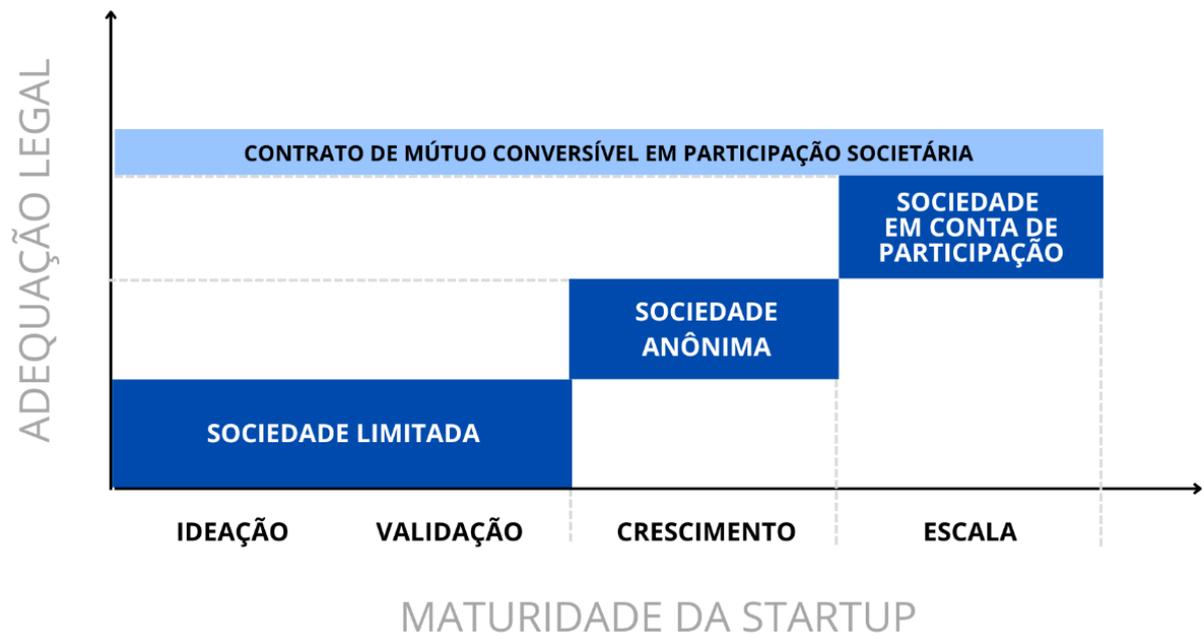
Apesar disso, de acordo com o estágio de maturidade da *startup* e o ciclo de vida jurídico apresentado, pode-se indicar um caminho a ser seguido para que a *startup* tenha a melhor constituição, o melhor desenvolvimento e se torne uma empresa de capital aberto ao ganhar escala.

Para ser constituída e validada, resta claro que a sociedade limitada é a alternativa mais adequada, uma vez que possui menor complexidades e menos custos. Como retratado, ela também traz vantagens tributárias por meio do Simples nacional o que, de início, gera um impacto menor no que tange à vida financeira da *startup*, permitindo-a designar recursos em outras áreas e se desenvolver.

Caso a *startup* alcance um nível de maturação mais avançado, pode ser o momento de optar por ter uma estrutura de sociedade anônima. Isso porque, com o crescimento, é importante que seus sócios pensem e ajam para obter blindagem patrimonial.

Nesse caminho, a sociedade em conta de participação pode ser utilizada para investimentos mais significativos, atuando como veículo para o investidor que não tem interesse em participação direta na *startup*.

A partir do momento em que a *startup* está disposta a angariar investimentos, principalmente em fase inicial, dentre as demais alternativas, a opção mais recomendada é o contrato de mútuo conversível em participação societária, uma vez que é comum que o investimento tenha o principal objetivo de potencializar a escala do negócio para que futuramente gere retorno financeiro e não de adentrar a operação da empresa.



Fonte: Elaborada pelo autor.

No fim, uma opção acaba não excluindo outra. É importante analisar cada *startup* e cada investimento separadamente, pois a fórmula mais comum nem sempre é a mais adequada.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, N. **Sociedades limitadas**. 10.ed. rev. atual. e ampla. São Paulo: Saraiva, 2012.

ABSTARTUPS – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *STARTUPS*; ACCENTURE. **O momento da *startup* brasileira e o futuro do ecossistema de inovação**. Radiografia do ecossistema brasileiro de *startups*, 2017. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Radiografia_v26.pdf/. Acesso em: 20 set. 2022.

ABVCAP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. **Apresentação institucional**, mai. 2014, slide 32. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/>. Acesso em: 20 set. 2022.

ANDRADE, L. **O que é Crowdfunding?**. Publicado em: 12 fev. 2021. Disponível em: <https://lisaneandrade.com.br/o-que-e-crowdfunding/>. Acesso em: 20 set. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **RDE-IED (Registro Declaratório Eletrônico – Investimento Estrangeiro Direto)**. Manual do Declarante. Banco Central do Brasil, mar. 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/rde/manuais_RDE/Manual-RDE-IED.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **RDE-ROF Manual do Declarante**. Banco Central do Brasil, jul. 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/rde/manuais_RDE/Manual-RDE-ROF.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Pessoa Jurídica- Capital de Giro com Prazo Até 365 Dias**. Tipo de Encargo: Pré-fixado, ago. 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/reporttxjuros?parametros=tipopessoa:2;modalidade:211;encargo:101>. Acesso em: 20 set. 2022.

BORBA, J. E. T. **Direito societário**. 13.ed.rev. e atual Binde laneiro: Renovar, 2012.

BRASIL. Leis e Decretos. **Decreto nº 3.000**, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Brasil: Palácio do Planalto, 1999.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília: Palácio do Planalto, 2002.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Palácio do Planalto, 1976.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei nº 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Palácio do Planalto Presidência da República. Brasília, DF, 07 dez. 1976.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei Complementar nº 182**, de 1º de junho de 2021. Institui o

marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília: Palácio do Planalto, 2021.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei Complementar nº 155**, de 27 de outubro de 2016. Brasil: Palácio do Planalto, 2016.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei Complementar nº 123**, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte e dá outras providências. Brasil: Palácio do Planalto, 2006.

BRASIL. Ministério da Economia. **Instrução Normativa DREI nº 55**, de 2 de junho de 2021. Brasília: Ministério da Economia, 2021.

BRASILIA. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. Recurso Especial do Procurador. **Acórdão n. 910 002.009**. Relator: Valmir Sandri. Data da sessão: 07 out. 2014.

CARVALHOSA, M. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. volume: artigos 75 a 137. 4 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2008.

CHINAITE, C. E. S.; WUO, F. S. Apontamentos sobre vesting no Brasil. In: REZENDE, L. (org). **Direito para empreendedores**. São Paulo: Évora, 2016.

COELHO, G. T.; GARRIDO, L. G. Dissecando o contrato entre *startups* e investidores anjo. In: JUDICE, L. P.; NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 588**, de 13 de julho de 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 578**, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Rio de Janeiro: Presidência da Comissão de Valores Mobiliários-CVM, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 223**, de 10 de novembro de 1994. Dispõe sobre a emissão de opções não padronizadas (Warrants).

CORVO, E. Acordo de sócios de sociedades limitadas à luz do Código Civil de 2002. In: ADAMEK, M. V. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 100.

COUTINHO, S. M. B. **Fusões e aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2016.

DEPERON, M. P. **Responsabilidade civil pela ruptura ilegítima das tratativas**. Curitiba: Juruá, 2009.

EIZERIK, N. **A Lei das S/A Comentada. Volume I - Arts. 1 a 120.** São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZERIK, N. **Direito Societário - Estudos e Pareceres.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FALCÃO, J. P. A. **Direito das startups – volume II.** Curitiba: Juruá, 2017.

FILIPPI, P. D.; MENEZES, R. Term sheet: o primeiro passo para um investimento venture. **Capital Aberto**, V.C. & Empreendedorismo, Boletins, edição 112, dez. 2012.

FLACH, P.; SILVA, L. L. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JUDICE, L. P.; NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups.** Curitiba: Juruá, 2016.

FUNDERBEAM. **Startup Investment Report.** Estonia: FUNDERBEAM, 2017.

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

GAUDÊNCIO, S. C.; MCNAUGHTON, C. W. **Fusões e aquisições: prática jurídica no M&A.** São Paulo: IOB, 2016.

JUDICE, L. P. Qual o melhor instrumento de investimento para o empreendedor ou investidor? In: JUDICE, L. P. (coord.). **Direito das startups - volume II.** Curitiba: Juruá, 2017.

JUDICE, L. P. Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo simples nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups.** Curitiba: Juruá, 2016.

KOTHA, R.; GEORGE, G. Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization. **Journal of Business Venturing**, vol. 27, nº 5, p. 525-543, 2012.

LUCENA, J. W. Das sociedades limitadas. 6.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005 apud FLACH, P.; SILVA, L. L. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JUDICE, L. P.; NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups.** Curitiba: Juruá, 2016.

MARQUES, R. Y. **Notas conversíveis no equity crowdfunding:** Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor. Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MATOS, F. Incubadora ou aceleradora? Saiba quais são as principais diferenças entre as duas e qual é mais adequada para a sua empresa. **Pequenas Empresas & Grandes Negócios.** Publicado em: 03 jun. 2013. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Colunistas/Felipe-Matos/noticia/2013/06/incubadora-ou-aceleradora.html>. Acesso em; 20 set. 2022.

MATTOS FILHO, A. O. **Direito dos Valores Mobiliários** (Volume 1- Dos Valores

Mobiliários. Tomo 2). Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MENEZES, R.; ALEXANDRINO, J. A cláusula de não competição no contrato de investimento. **Capital Aberto**, V.C. & Empreendedorismo, Boletins, edição 114, fev. 2013.

MIRANDA, P. **Tratado de Direito Privado**. t. XLIX. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

MORETTI, E. Investimento-Anjo: Instrumentos Legais e os Impactos da Lei Complementar n. 155/2016. In: MORETTI, E.; OLIVEIRA, L. A. G. (orgs). **Startups: aspectos jurídicos relevantes**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

NYBO, E. F. Memorando de entendimentos para pré-constituição de uma *startup*. In: JUDICE, L. P. (coord.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016.

OLIVEIRA, F. Investimento em *startups* brasileiras bate recorde em 2017. **Folha de São Paulo**. Publicado em: 26 mar. 2018. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/03/investimento-em-startups-brasileiras-bate-recorde-em-2017.shtml>. Acesso em; 20 set. 2022.

OLIVEIRA, B. M. C. Direito empresarial e societário para empreendedores. In: TEIXEIRA, T.; LOPES, A. M. (coord.). **Startups e inovação: direito no empreendedorismo** (entrepreneurship law). Barueri: Manole, 2017.

OLIVÉRIO, J. O. P. Acordo de confidencialidade, não competição e não solicitação: a proteção de informações estratégicas e a restrição à liberdade criativa e a livre-iniciativa. In: JUDICE, L. P.; NYBO, E. F. (coord.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016.

PITTA, A. G. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela lei das sociedades por ações. In: AZEVEDO, L. A. N. M.; CASTRO, R. R. M. (coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POTENZA, G. P.; LUIZE, M. S. O processo de M&A de *startups* investidas por fundos de venture capital. In: JUDICE, L. P. (coord.). **Direito das startups - volume II**. Curitiba: Juruá, 2017.

RAMIRES, R. **A sociedade em conta de participação no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2011.

RIES, E. **A startup enxuta**. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

SALAMA, B. M. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil - História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros, 2014.

SANTANA, L. Mútuo conversível em participação - uma alternativa econômica e eficaz de captação de recursos. In: JUDICE, L. P. **Direito das startups - volume II**. Curitiba: Juruá, 2017.

SÃO PAULO. Junta Comercial do Estado de São Paulo. **Ata da Sessão Plenária da JUCESP n. 047/2012**, ordinária. Data: 26 jun. 2012.

SILVA, M. A. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. In: JUDICE, L. P. (coord.). **Direito das startups - volume II**. Curitiba: Juruá, 2017.

SPINA, C. A. **Investidor-anjo**: guia prático para empreendedores e investidores. São Paulo: nVersos, 2012.

STARTUP. In: **American Heritage Dictionary of the English language**. 5 ed. Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company, 2011.

TAVARES, M. A.; MENEZES, R. *Drag along* em operações de venture capital. **Capital Aberto**, V.C. & Empreendedorismo, Boletins, edição 120, ago. 2013.

TEIXEIRA, T.; LOPES, A. M. Direito empresarial e societário para empreendedores. In: TEIXEIRA, T.; LOPES, A. M. (coord.). **Startups e inovação**: direito no empreendedorismo entrepreneurship law. Barueri: Manole, 2017.

VEIGA, M. G.; OROLI, E. F. As sociedades limitadas e o mercado de capitais. In: AZEVEDO, L. A. N. M.; CASTRO, R. R. M. (coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 650-653.

WANDERLEY, T. B. A tributação dos ganhos do investidor-anjo nas startups (microempresas e empresas de pequeno porte). **Revista de Direito Tributário Contemporâneo**, vol. 8, 2017.

WITTE, N. C. Negociando um investimento: cláusulas e conceitos jurídicos no *term sheet*. In: JUDICE, L. P. (coord.). **Direito das startups – volume II**. Curitiba: Juruá, 2017.

GLOSSÁRIO

Crowdfunding: em português “financiamento colaborativo”. Ou seja, financiamento coletivo de uma ideia ou iniciativa ou de uma entidade, através do contributo de um grande número de pessoas.

Debt crowdfunding: em português “financiamento coletivo de dívida”. Neste modelo, os apoiadores emprestam o dinheiro para viabilizar a realização do projeto e, após um período pré-definido, o valor investido é reembolsado.

Drag Along: em uma tradução livre para o português "arrastar junto". É a condição que os acionistas majoritários de uma empresa têm sobre aqueles que são minoritários, relacionada a uma eventual venda da empresa ou negociação.

EPP: Empresa de Pequeno Porte.

FIP: Fundos de Investimento em Participação.

Equity crowdfunding: em português conhecido como “financiamento coletivo de ações”. É uma nova modalidade de financiamento coletivo, divulgada apenas por meio de plataformas online, que tem o objetivo de captar recursos para viabilizar um projeto, por meio de investidores.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários, foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Letter of intent: em português “carta de intenções”. É um ajuste que descreve os principais pontos do contrato proposto e serve como acordo entre duas partes.

Lock-up Period: em tradução livre para o português “Período de bloqueio”. É cláusula contratual para impedir ou tornar indisponível a venda/alienação/transferência/doação de quotas dos sócios por certo período de tempo.

LTDA: Limitada, referido à Sociedade Limitada

ME: Microempresa, é o pequeno negócio ou a pessoa jurídica (CNPJ) que tem como principal característica o faturamento bruto anual de até R\$ 360 mil.

Memorandum of understanding: em português “Memorando de entendimento”. Pode ser exposto como uma concordata entre duas ou mais partes para realizar uma ação ou projeto específico.

Networking: de maneira literal, traduzido apenas como “rede”, é a capacidade de estabelecer uma rede de contatos ou uma conexão com algo ou com alguém.

Non-compete: em português “não competição”. É uma cláusula contratual que impede que sócios ou diretores desligados de uma empresa comecem a trabalhar em uma empresa concorrente.

Non-disclosure agrément ou NDA: em português “acordo de não divulgação”. Ou seja, um contrato entre ambas as partes para não divulgar certas informações. Ele é importante para garantir de maneira formal, e legal, que se cumpram as determinações previstas.

Non-solicitation: em português “não solicitação” um acordo ou uma cláusula contratual que proíbe ao funcionário da empresa utiliza-se dos contatos a que teve acesso enquanto trabalhava – especialmente contatos de clientes – para seu ganho pessoal, após o desligamento.

Private equity: em português “empresa de capital fechado”, uma modalidade de investimento em que um fundo levanta capital para adquirir participação em empresas já

desenvolvidas e obter lucro a médio ou longo prazo com a venda.

RDE-IED: uma variação do RDE e sua sigla significa “Registro Declaratório Eletrônico – Investimento Estrangeiro Direto”. Trata-se de um registro obrigatório que deve ser realizado no portal do Banco Central para comunicar ao governo o recebimento de investimento estrangeiro em empresas brasileiras.

RDE-ROF: uma variação do RDE e sua sigla significa “Registro Declaratório Eletrônico – Registro de Operações Financeiras”. Trata-se de uma obrigação para empresas ou pessoas físicas que realizam operações financeiras internacionais de recebimento de capital estrangeiro. Esse cadastro precisa ser feito antes da operação de câmbio para que ele seja aprovado pelo Banco Central.

S.A: significa “Sociedade Anônima”, também pode ser escrita como SA ou S/A, e é uma natureza jurídica que tem como principal característica a divisão por ações. Isso quer dizer que a participação e a responsabilidade de cada sócio, chamados de acionistas, está totalmente vinculada e limitada ao preço de emissão das ações que adquirir.

SCP: significa “Sociedade em Conta de Participação” e é um tipo societário não personificado previsto no Código Civil, cujo quadro de sócios compreende duas classes distintas: o sócio ostensivo e o sócio participante (ou sócio oculto).

Seed capital: em português literal significa “capital semente” e é a primeira rodada de investimento em uma *startup*.

Standstill Period: em português “período de paralisação”, é um prazo existente em um processo de adjudicação que permite recorrer da decisão original antes de formalização a celebração contratual, isto é, de seguir com as devidas assinaturas.

Startups: O significado seria “empresa emergente” - na verdade, o termo é intraduzível ao pé da letra.

Tag Along: uma cláusula de segurança do acionista minoritário. Prevista na Lei das S.A., ela é utilizada em acordos de sócios, contratos de investimentos e memorandos de entendimentos.

Term sheet: em tradução livre para o português, significa “folha de termos”. É um contrato preliminar entre a *startup* investida e o potencial investidor, em que as bases do futuro negócio entre as partes são tratadas.

Venture capital: traduzido como “capital de risco”, é uma modalidade de investimento com expectativa de crescimento rápido e rentabilidade alta.

Valuation: em português literal “avaliação”, representa o preço que algum investidor está disposto a pagar para participar de um retorno futuro e incerto.