



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

VINÍCIUS SILVA SALES

**FINANCIAMENTO DAS STARTUPS NO BRASIL: ASPECTOS SOCIETÁRIOS E
CONTRATUAIS À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR N.º 182**

BRASÍLIA

2023



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

VINÍCIUS SILVA SALES

**FINANCIAMENTO DAS STARTUPS NO BRASIL: ASPECTOS SOCIETÁRIOS E
CONTRATUAIS À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR N.º 182**

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de Brasília – UnB, como requisito parcial
para a obtenção do título de Bacharel em direito.

Orientador: Prof. Doutor João Costa-Neto

BRASÍLIA

2023

VINÍCIUS SILVA SALES

**FINANCIAMENTO DAS STARTUPS NO BRASIL: ASPECTOS SOCIETÁRIOS E
CONTRATUAIS À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR N.º 182**

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de Brasília – UnB, como requisito parcial
para a obtenção do grau de Bacharel em direito.

Orientador: Prof. Doutor João Costa-Neto

Aprovada em 06 de dezembro de 2023.

BANCA EXAMINADORA

Professor Doutor João Costa-Neto – Orientador
Universidade de Brasília

Professor Mestre Elias Cândido Nóbrega Neto – Examinador
Universidade de Brasília

Professor Mestre Henrique Porto de Castro – Examinador
Universidade de Brasília

Dedico este trabalho à minha Avó, Justalina, cujos esforços possibilitaram o início e a conclusão da minha graduação em Direito.

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente ao Senhor Jesus Cristo. Toda honra e glória ao mestre, sempre. Até aqui, Senhor tendes cuidado de mim. Obrigado por abrires as portas da Universidade de Brasília para o meu ingresso. Durante essa jornada, Vós recolhestes todas as minhas lágrimas e me sustentastes nos momentos difíceis, os quais não foram poucos.

À minha avó, Justalina, gostaria de descrever, em palavras, o tamanho do seu amor e carinho por mim, mas não é possível. Obrigado pelas orações, proteção, conselhos e, principalmente, por todo esforço e sacrifícios para que o sonho de concluir a graduação em Direito se concretizasse. Nesse sentido, agradeço também à minha mãe, Neide, e aos meus irmãos, Gustavo e Davi.

À Universidade de Brasília, ao seu corpo docente e aos funcionários colaboradores, aos responsáveis pela B.C.E. e pelo R.U. dedico o meu mais sincero “obrigado” pela experiência de desfrutar de um ensino público de qualidade, o qual me trouxe valiosos ensinamentos de vida.

Aos amigos que fiz durante o curso de Direito, Ezequias, pelos anos de parceria e por todos os momentos compartilhados; e Valter Mariano, pelas conversas descontraídas, conselhos e, sobretudo, pelo auxílio na revisão deste trabalho, o meu fraterno agradecimento.

Ao professor orientador João Costa-Neto, que atenciosamente se dispôs a me auxiliar nesta etapa de finalização de curso, e aos professores examinadores que compuseram a banca, dedico meus agradecimentos finais.

Tudo tem o seu tempo determinado, e há tempo para todo o propósito debaixo do céu. Eclesiastes 3:1.

RESUMO

A constituição de empresas, por meio de *startups*, popularizou-se mundialmente, muito em razão do surgimento da *internet* e das redes conectadas em 1990, na região do Vale do Silício, nos Estados Unidos da América. Simultaneamente, floresceu um novo mercado de crédito que se tornaria o responsável pelo financiamento e, conseqüentemente, impulsionamento das atividades de tais empreendimentos, o de *venture capital*. A partir disso, o presente trabalho, em primeiro lugar, procura esclarecer o contexto histórico em que as *startups* e o *venture capital* estão inseridos. Além do mais, analisar-se-ão as características gerais das *startups*, tendo em vista que possuem algumas especificidades que as distinguem das empresas tradicionais, e os estágios de desenvolvimento que compõem o seu ciclo de vida. Em segundo lugar, pretendem-se examinar as estruturas societárias e contratuais utilizadas no Brasil para a concretização do investimento, à luz da Lei Complementar n. 182/2021. Por fim, almeja-se aclarar a importância desta legislação para o ambiente de negócios brasileiro.

Palavras-chave: Startups. Venture Capital. Direito Societário. Direito dos Contratos. Investimentos. Lei Complementar n. 182. Segurança Jurídica.

ABSTRACT

The creation of companies, through startups, became popular worldwide, largely due to the emergence of the internet and connected networks in 1990, in the Silicon Valley region, in the United States of America. Simultaneously, a new credit market flourished that would become responsible for financing and, consequently, boosting the activities of venture capital. Based on this, the present work, firstly, seeks to clarify the historical context in which startups and venture capital are inserted. Furthermore, the general characteristics of startups will be analyzed, considering that they have some specificities that distinguish them from traditional companies, and the development stages that make up their life cycle. Secondly, we intend to examine the corporate and contractual structures used in Brazil to carry out the investment, in light of Complementary Law no. 182/2021. Finally, we aim to clarify the importance of this legislation for the Brazilian business environment.

Keywords: Startups. Venture Capital. Corporate Law. Contract Law. Investments. Complementary Law no. 182. Legal Security.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

| | |
|-------|---|
| ART. | Artigo |
| CC | Código Civil |
| CVC | Corporate Venture Capital |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| FIP | Fundos de Investimentos em Participações |
| IPO | Oferta Pública Inicial |
| MLS | Marco Legal das Startups |
| MLSEI | Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador |
| PE | Private Equity |
| SCP | Sociedade em Conta de Participação |
| S/A | Sociedade Anônima |
| VC | Venture Capital |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 9 |
| 1 STARTUPS: CONSIDERAÇÕES HISTÓRICAS, CARACTERÍSTICAS, CICLO DE VIDA E FINANCIAMENTO | 12 |
| 1.1 A ascensão do vale do silício, às startups e o venture capital | 12 |
| 1.2 Características gerais das startups | 15 |
| 1.2.1 Encontram-se no estágio inicial das atividades empresariais e possui um perfil inovador..... | 16 |
| 1.2.2 Existe um significativo controle da gastos e custos – Bootstrapping..... | 16 |
| 1.2.3 Operacionalização por meio de um MVP. | 17 |
| 1.2.4 Existe uma busca por escala..... | 17 |
| 1.2.5 Necessidade de capital de terceiros para operação inicial..... | 18 |
| 1.3 Ciclo de vida das startups..... | 18 |
| 1.3.1 Quem financia as startups?..... | 20 |
| 1.3.2 Capital próprio e Família, Amigos e “Tolos” – FFF | 21 |
| 1.3.3 Incubadoras | 23 |
| 1.3.4 Aceleradoras | 25 |
| 1.3.5 Investidor-anjo..... | 26 |
| 1.3.6 Fundos de investimento..... | 27 |
| 2 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS STARTUPS À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR N.º 182 | 29 |
| 2.1 Definição de startup..... | 30 |
| 2.2 O contrato no âmbito das startups | 32 |
| 2.3 Contrato de opção de subscrição e opção de compra de participação societária | 34 |
| 2.4 Debêntures conversíveis em participação societária | 37 |
| 2.5 Contrato de mútuo conversível em participação societária..... | 39 |
| 2.6 Sociedade em Conta de Participação (SCP)..... | 41 |
| 2.7 Contrato de participação – Investidor-anjo | 42 |
| 3 PRINCIPAIS CLÁUSULAS DE CONTRATOS DE INVESTIMENTO | 44 |
| 3.1 Direito de preferência..... | 44 |
| 3.2 Não concorrência (non-compete) e Acordo de confidencialidade (non-disclosure agreement) | 44 |
| 3.3 Não aliciamento/solicitação (non-solicitation)..... | 46 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 3.4 | Tag along e Drag along | 46 |
| 4 | QUAL A IMPORTÂNCIA DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS NO CONTEXTO BRASILEIRO? | 47 |
| 4.1 | Segurança Jurídica..... | 47 |
| 4.2 | Blindagem do investidor | 49 |
| | CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 51 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 54 |

INTRODUÇÃO

Alicerçadas na era digital e na presença massiva da *internet* na sociedade contemporânea, as *startups* tornaram-se parte determinante da vida do homem no mundo, pois as inovações por elas promovidas, estabeleceram novos padrões econômicos e sociais. A *Amazon*, por exemplo, desafia diariamente lojas físicas; o *Dropbox* permitiu a hospedagem de arquivos em nuvem, facilitando seu acesso, compartilhamento e distribuição; o *LinkedIn* é uma rede social que pode influenciar a carreira profissional de qualquer pessoa; a *Uber* simplifica a tarefa de aguardar uma condução pública nas grandes metrópoles; a *Airbnb* possibilita a locação da residência de estranhos para férias em família. Enfim, o impacto social provocado pelas *startups* é imensurável!

Isso só foi possível com o advento da *internet* e das redes conectadas no final do século XX, estimulando a digitalização dos modelos de negócios, isto é, novos produtos e serviços foram reduzidos a um conjunto de 0 e 1. É nesse contexto, e com o objetivo de incorporar o potencial da tecnologia a suas atividades, que surgiram as chamadas *startups*, na região do Vale do Silício, na Califórnia.

Em paralelo, uma nova modalidade de financiamento de empresas ganhou notoriedade e relevância no mercado, o *venture capital* – popularmente conhecido como capital de risco ou capital aventureiro.

Formalmente, às *startups* são empresas como as demais, contudo, nascem com o objetivo de crescer aceleradamente em pouco tempo, por meio de um modelo de negócio inovador e escalável, a partir da acentuada utilização da tecnologia. Por isso, sua operacionalização envolve um elevado grau de risco e incerteza de êxito mercadológico, o que distingue as *startups* dos empreendimentos tradicionais.

Em razão disso, as instituições tradicionais de crédito afastaram-se de tais empreendimentos, na medida em que recuperar o capital emprestado seria arriscado e extremamente custoso. Para tal fim, o desenvolvimento das *startups* foi viabilizado com o apoio de investidores de risco, tendo em vista o retorno financeiro que pode ser proporcionado pela atividade financiada. A participação do investidor no negócio também tem caráter estratégico, ao auxiliá-las, precipuamente quando se encontram nos estágios iniciais de funcionamento.

No Brasil, os empreendedores foram seduzidos por essa modalidade de empreendimento. Diante disso, emergiram, no âmago da sociedade brasileira, acaloradas discussões acerca da possível necessidade de se normatizar e regulamentar essa nova

categoria de empresas, bem como a relação do empreendedor com o respectivo investidor, uma vez que a nova dinâmica empresarial, trouxe implicações a inúmeras searas do Direito, destaca-se a Contratual e a Societária.

Se, de um lado, defendia-se a necessidade de uma legislação para abraçar essa nova categoria de empreendimentos, e garantir previsibilidade e segurança jurídica aos atores inseridos nesse mercado; do outro, criticava-se qualquer interferência estatal, pois, ela seria prejudicial ao ambiente de negócios, ao obstaculizar toda sua capacidade de crescimento.

Nessa conjuntura, em junho de 2021, foi sancionada a Lei complementar n.182/2021 que instituiu o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (MLSEI), inserindo, no ordenamento jurídico pátrio, a definição de *startup*. Além de reconhecer a inovação como vetor de modernização do ambiente de negócios no Brasil; o diploma legal valorizou a segurança jurídica para estabilizar as relações privadas e regulamentou os principais instrumentos de investimento em *startups*.

Diante disso, os objetivos desta monografia são: situar historicamente as *startups* e o *venture capital*, e tratar dos aspectos contratuais e societários indispensáveis para a estruturação do financiamento dessas organizações, levando em consideração a referida lei. O problema da pesquisa consiste no seguinte questionamento: *Qual a importância do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador no contexto brasileiro?* Pretende-se, portanto, ao longo do desenvolvimento, demonstrar a relevância da problemática em questão.

Para tanto, relizar-se-á, quanto à metodologia, a abordagem qualitativa, baseada em pesquisa bibliográfica e legislativa em doutrinas, legislações, artigos científicos e obras jurídicas e literárias que versem sobre a temática proposta.

Assim, dividir-se-á o presente trabalho em três capítulos principais: no primeiro, far-se-á uma breve incursão histórica a fim de elucidar o contexto de surgimento e disseminação das *startups* e do capital de risco. Por conseguinte, serão apresentadas as características basilares das quais é dotada, que as diferem das empresas tradicionais. Por fim, será apresentado o seu ciclo de vida jurídico e quais as espécies de investidores que focalizam essa modalidade de empreendimento.

No segundo capítulo, à luz da Lei Complementar n. 182, buscar-se-ão definir as *startups* e analisar os instrumentos que estruturam o financiamento de tais empresas no Brasil, quais sejam: (a) obtenção de participação societária; (b) mútuo conversível em participação societária; (c) debêndures conversíveis em participação societária; (d) opção de compra em participação societária; e (e) contrato de participação.

Ao final, no terceiro capítulo, à luz do problema levantado, das informações e argumentos expostos, e sem a pretensão de esgotar o tema, serão apresentadas possíveis respostas à questão, o que não exclui, *per se*, a complexidade e a importância do tema em estudo.

1 STARTUPS: CONSIDERAÇÕES HISTÓRICAS, CARACTERÍSTICAS, CICLO DE VIDA E FINANCIAMENTO

1.1 *A ascensão do vale do silício, às startups e o venture capital*

É admirável como uma região tão pequena, localizada na área rural do estado da Califórnia, nos EUA, se tornaria o maior polo tecnológico do mundo, sediando aquelas empresas, cujos serviços influenciam diariamente o comportamento da sociedade global. A história que alçaria o Vale do Silício ao topo do noticiário mundial se iniciou quando William Shockley, cientista do MIT e ganhador do prêmio Nobel de física, por participar da invenção do transistor – dispositivo semicondutor capaz de controlar e ampliar sinais elétricos –, decidiu criar uma companhia que produzisse esses dispositivos (MORRIS; PENIDO, 2014, pp. 3-4).

O local escolhido para iniciar as atividades da empresa, a *Shockley Semiconductor Laboratory*, foi uma região agrícola localizada em *Mountain View*, próximo à cidade de São Francisco, na Califórnia, em 1956. Para tanto, ele recrutou oito jovens e talentosos engenheiros e pesquisadores¹. Na época, não existiam fundos de capital de risco, na região, para a indústria de *microchips* de computadores, sendo que o principal investidor de empresas de alta tecnologia era o exército dos Estados Unidos (MORRIS; PENIDO, 2014, pp. 4-5), principalmente, durante o conflito político-ideológico conhecido como Guerra Fria (AZEVEDO, 2016, p. 16).

Após superar o obstáculo financeiro e conseguir financiamento externo à região, Shockley, iniciou as atividades de sua promissora companhia. Ocorre que, com o passar do tempo, ele se mostrou incapaz de liderar a equipe. Seu temperamento forte, marcado por insultos e humilhações públicas, acarretou na deserção dos engenheiros que havia recrutado e, consequentemente, no insucesso do negócio (MORRIS; PENIDO, 2014, p. 5).

Apesar da frustração, os oito funcionários queriam seguir trabalhando juntos para criarem os *transistores*, pois vislumbravam grande potencial tecnológico na ferramenta. Diante da dificuldade de encontrar um novo empregador na região de São Francisco, Eugene Kleiner, com a ajuda do pai, enviou uma carta para um jovem financista, que trabalhava em Nova Iorque, chamado Arthur Rock.

¹ “Os engenheiros e pesquisadores recrutados por William Shockley foram: Eugene Kleiner, Gordon Moore, Jay Last, Jean Hoerni, Julius Blank, Robert Noyce, Sheldon Roberts e Victor Grinich.”

Admirado com a ideia dos talentosos engenheiros, Arthur Rock aconselhou-os a abrirem o próprio empreendimento. Sucede-se que, para levantar o capital prometido, precisou recorrer a investidores em virtude da volumosa quantia que seria necessária para financiar os serviços da companhia. Crente que conseguiria o recurso, ele apresentou a ideia para mais de 35 potenciais investidores, sendo que todos apresentaram objeções que inviabilizaram o acesso ao capital pretendido (MALLABY, 2022, p. 51).

Tudo mudou quando Rock foi apresentado a Sherman Fairchild, herdeiro de uma grande fortuna e entusiasta das ciências. Bob Noyce e Eugene Kleiner foram encarregados de apresentarem-lhe a ideia. Salientaram que a empresa que estivesse na vanguarda do desenvolvimento de *transistores* a partir do silício, obteria vultoso retorno financeiro, visto que tais dispositivos potencializariam a construção de chips eletrônicos (MALLABY, 2022, p. 52).

Com o suporte de Sherman Fairchild, que comprou a proposta e aportou 1,4 milhão de dólares na nova companhia, fundaram em 1957, em *Palo Alto*, a *Fairchild Semiconductor*, um negócio independente associado à *Fairchild Camera & Instrument (FC&I)*, empresa de Sherman e detentora da maior fatia do negócio, enquanto os oito fundadores ficaram com menos de 10% do negócio cada. O contrato previa a opção de compra de todas as ações da empresa por 3 milhões de dólares, de maneira que sua posse pelos idealizadores do projeto foi mitigada (MALLABY, 2022, pp. 51-53).

As boas conexões comerciais do investidor ensejaram a captação dos primeiros clientes, entre os quais se destacam a *International Business Machines Corporation (IBM)* e a indústria militar dos Estados Unidos – inclusive, um poderoso contrato para lhe fornecer componentes para a fabricação de mísseis. Em 1960, iniciaram o desenvolvimento de circuitos integrados com grande poder de processamento, elevando a empresa, em 1966, ao patamar de segundo maior competidor da indústria de chips de computadores, registrando vendas superiores a 90 milhões de dólares e empregando aproximadamente 4 mil funcionários (MORRIS; PENIDO, 2014, p. 6).

Em decorrência do sucesso da companhia, Sherman Fairchild, exerceu a opção de compra estabelecida no contrato, contraindo todas as suas ações e, tornando-a subsidiária integral da *FC&I* (MALLABY, 2022, pp. 55-56). Esse acontecimento provocou o enriquecimento dos fundadores da *Fairchild Semiconductor*, os quais em seguida deixaram a companhia e voltaram-se, tanto a criação de novos negócios inovadores, quanto ao financiamento de novas empresas (REIS, 2022, p. 22).

Anos depois, Gordon Moore e Robert Noyce fundaram a Intel, “que acabou se transformando na mais poderosa empresa de chips de computadores do mundo” (MORRIS; PENIDO, 2014, p. 8). Além do mais, o primeiro fundo de *venture capital* (capital de risco), da região foi criado. O compromisso dos oito empreendedores em reinvestir conhecimento e capital em novas empresas transformou a comunidade local, ao estabelecer um padrão que passou a ser replicado na região e, posteriormente, em todo o mundo (REIS, 2022, p. 23).

Como toda a localidade se consolidou em torno da indústria de chips de computadores, sediando empresas que os fabricavam através do Silício, o jornalista Don Hoefler, em um artigo publicado em 1971, cunhou o termo “Vale do Silício”, para fazer referência a esse território (MORRIS; PENIDO, 2014, p. 3).

O evento, marcado pelo financiamento dos desertores e sua empresa, a *Fairchild Semiconductor*, tornou-se a primeira aventura desse tipo a acontecer no Vale do Silício. Esse ocorrido mudaria para sempre sua história (MALLABY, 2022, p. 31), pois, a região se transformaria no paraíso dos fundos de investimento de capital de risco, responsáveis por alavancar as empresas ali instaladas. Associado a esse movimento de financiamento de risco, houve forte incentivo à pesquisa, principalmente, por parte da *Universidade de Stanford*, transformando-o no principal e mais famoso polo tecnológico do planeta.

Diante desse cenário, uma nova nomenclatura passou a ser utilizada para designar esses empreendimentos inovadores de base tecnológica: às *startups*. Entretanto, a popularização dessa modalidade de empreendimento somente ocorreu a partir do surgimento e propagação da *internet*. O navegador *Mosaic* (que posteriormente tornou-se o Netscape), em 1993, deu origem ao desenvolvimento de *startups*, com fundamento na rede mundial de computadores, permitindo a conectividade de bilhões de pessoas ao redor do mundo. *Yahoo!* (1996), *Amazon* (1997) e *Google* (1998) ajudaram na disseminação das inúmeras “ponto-com” (*startups* cujos serviços foram baseados na *internet*) que surgiram na década de 90 (AZEVEDO, 2016, pp. 15-16).

Diante da adesão e euforia social, essas empresas passaram a abrir seu capital na bolsa de valores, por meio da realização da oferta pública inicial de ações (IPO), acarretando a “bolha da *internet*”, isto é, “uma “bolha especulativa” que ocorreu no final dos anos de 1990 e início dos anos 2000, quando muitas *startups* “ponto-com” foram supervalorizadas, gerando como resultado um colapso do mercado financeiro estadunidense.” Apesar disso, a já citada *Amazon* e o *Ebay* são exemplos de “*startups* bem-sucedidas fundadas nessa fase e hoje consolidadas no mercado global” (REIS, 2022, p. 24).

Segundo Klaus Schwab, criador do Fórum Econômico Mundial, a série de transformações produzidas no cerne da sociedade global, desde advento da *internet*, abriu caminho para a denominada Quarta Revolução Industrial, a qual decorre da fusão de tecnologias – como, por exemplo, a tecnologia da informação, a inteligência artificial, o *big data*, a robótica, a internet das coisas etc. –, e se desenvolve em velocidade exponencial, a partir da confluência e interação entre os domínios físicos, digitais e biológicos (SCHWAB, 2016, pp.15-17).

Assim, em que pese as consequências oriundas da “bolha da *internet*”, não há setor do mercado tradicional que não tenha sido afetado pelos avanços tecnológicos inerentes a esse momento histórico. A digitalização, por exemplo, reduziu produtos e serviços ao sistema binário computacional, nessa sentido, lojas físicas desaparecem em função dos sites de *e-commerce*; agências bancárias e a inteligência humana foram desafiadas por serviços financeiros digitais e pela inteligência computacional, respectivamente.

As empresas mais valiosas do mundo, portanto, já não são aquelas que exploram petróleo e gás natural, ou as que atuam no setor de telecomunicações (BARROSO, 2020, pp. 79-81), mas as que “bebem da fonte do progresso científico e tecnológico inerente aos séculos XX e XXI”, isto é, às *startups* (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018, p. 12).

Como bem observou Tom Goodwin (2015),

A *Uber*, a maior empresa de táxi do mundo, não possui veículos. O *Facebook*, o proprietário de mídia mais popular do mundo, não cria conteúdo. *Alibaba*, o varejista mais valioso, não possui estoque. E a *Airbnb*, o maior fornecedor de alojamento do mundo, não possui imóveis. Algo interessante está acontecendo.

1.2 Características gerais das startups

O escopo do tópico anterior foi deixar claro que as *startups* se alimentam do progresso científico e tecnológico iniciado no século XX. Pretende-se, agora, elucidar aquelas características, sem as quais, não haveria justificativa para a utilização de tal nomenclatura, pois, afinal, elas são uma modalidade de empresa munidas de determinadas particularidades que as diferenciam dos empreendimentos tradicionais. Como referencia, utilizar-se-ão as seguintes obras jurídicas: *Startups: o que você precisa saber e o que nunca te contaram* (NYBO, Erick Fontenele; OLIVEIRA, Renata, 2021); e *Direito das startups* (FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erick Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, 2018).

Destaca-se que as características focalizadas não pretendem exaurir o tema, mas, tão somente, atender os fins deste trabalho. Desse modo, passa-se a enumerar as características:

1.2.1 Encontram-se no estágio inicial das atividades empresariais e possui um perfil inovador.

Toda *startup* é uma empresa que está iniciando sua operação. O foco do empreendedor está em desenvolver o produto e colocá-lo no mercado para fins de validação. O espírito do negócio é apostar na criação de novos mercados, ou no seu aprimoramento por meio de serviços que se alicerçam na potencialidade tecnológica. Como observa Erik Fontenele Nybo e Renata Oliveira (2021, p. 17, grifo nosso):

A inovação pode ser de diversos tipos, podendo ser: **(i) incremental**, quando se refere à melhoria de processos ou produtos que já existem; **(ii) radical**, quando são criados novos produtos, ou seja, invenções; ou **(iii) disruptiva**, quando o produto criado é tão inovador que muda a forma como todo o mercado se comporta, ainda que isso ocorra ao longo do tempo.

Como as companhias tradicionais tendem a possuir uma estrutura pesada e burocrática, acabam por adotar uma postura conservadora no quesito inovação, postergando qualquer mudança para não assumir eventuais riscos, pois têm como foco uma maior participação no mercado, por meio de pequenas melhorias em seus produtos ou serviços, ao invés de desenvolver algo que provoque forte impacto social. Já as *startups* são movidas pelo desejo de desenvolver um modelo de negócio que desafie o *status quo*, ou, pelo menos de inovar² em algum segmento do mercado, caso contrário, não se sustentará (BENVENUTTI, 2016, pp. 49-51).

1.2.2 Existe um significativo controle da gastos e custos – Bootstrapping.

Diante da escassez de recursos, os fundadores de *startups* procuram otimizar todo o capital disponível para custear o desenvolvimento do produto ou serviço e a sua inserção no

² Nesse ponto, vale destacar a lição apresentada por Aristoteles Moreira Filho (2014, p. 15) ao distinguir inovação de invenção: “A premissa pioneira para diferenciar invenção de inovação é de que ambas implicam a implementação de uma mudança ou diferença em relação às atividades humanas realizadas no passado, sendo que a invenção tem base técnica, enquanto a inovação tem base econômica. Neste sentido, é irrelevante para caracterizar inovação se há descoberta científica ou não: é perfeitamente possível a inovação sem invenção. Por outro lado, a mera descoberta científica sem a sua concretização como um fato econômico relevante, sob a forma de uma mudança na oferta de utilidades que impacta o mercado, não consubstancia inovação”.

mercado de consumo, por meio de um *minimum viable product*, o MVP. A essa lógica dá-se o nome de *bootstrapping*. Diante da ausência de capital, é necessário que os fundadores recorram a financiadores externos, os capitalistas de risco (*venture capitalists*) (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 17).

1.2.3 Operacionalização por meio de um MVP.

Em razão da lógica do *bootstrapping*, os produtos ou serviços das *startups* são operacionalizados por meio de um MVP. O conceito foi desenvolvido por Eric Ries no seu livro “A Startup Enxuta” e representa um método que objetiva validar a construção de um serviço ou produto sem a necessidade de reproduzi-lo por completo. Ou seja, em atenção à tentativa de controlar custos, o empreendedor constrói uma “versão mínima, embrionária e simples do produto” para verificar sua aceitação no mercado a partir de um experimento social³: a avaliação dos potenciais clientes (RIES, 2019, pp. 96-97).

No mesmo sentido, Erik Fontenele Nybo e Renata Oliveira (2021, pp. 18-19) afirmam que:

O conceito de MVP traz a noção de criação de um produto que contenha o mínimo de funcionalidades possível para que seja incrementado com novas funcionalidades”. Diante disso, “em vez de a *startup* construir um produto completo, ela constrói o básico para testar se o mercado deseja aquele produto e vai implementando novas funcionalidades conforme percebe a necessidade na iteração com o usuário. Assim, a *startup* gasta menos tempo e menos dinheiro desenvolvendo seu produto, otimizando os poucos recursos que possui.

Distintamente do plano de negócios, que tem a pretensão de traçar estratégias a serem observadas pelo diretor da empresa, o MVP consegue, de forma satisfatória, acompanhar a evolução dos mercados e dos comportamentos sociais e culturais (BENVENUTTI, 2016, pp. 103-104).

1.2.4 Existe uma busca por escala

³ Para Maurício Benvenuti: “O trabalho da *startup* é encontrar e definir um modelo de negócio. É uma tarefa de pesquisa e descoberta. Uma atividade árdua de entender qual a melhor forma de entregar o produto ou serviço, quem é o cliente, que segmento será escolhido, qual o melhor canal de distribuição, quanto cobrar, como cobrar, quais parcerias são possíveis estabelecer e tudo mais que faça sentido para a proposta de valor da empresa. Hoje não se desenvolve um produto para os clientes. Você desenvolve com os clientes,” (BENVENUTTI, 2016, pp. 104-106).

Talvez essa seja a principal característica das *startups*, a busca por ganhos em escala. Isso porque os investidores, no momento do aporte de recursos na atividade financiada, analisam o seu potencial de escalabilidade, a fim de multiplicar os valores investidos. Ser escalável significa que o seu produto ou serviço pode ser “facilmente expandido para outros mercados”, isto é, consumido (replicável) por muita gente, em qualquer lugar do mundo, em pouco tempo (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2019, p. 13).

Essa escala está associada ao uso massivo de tecnologia digital. As redes sociais (*Tik Tok, Instagram, Twitter*) e os serviços de *streaming* (*Netflix, Amazon Prime Video, Star +*), são exemplos de modelos de negócios escaláveis, pois, logo que foram lançados, pessoas do mundo inteiro puderam consumi-los.

1.2.5 *Necessidade de capital de terceiros para operação inicial*

Por fim, a última característica que julgamos ser importante é a demanda das *startups* por capital externo para conseguirem iniciar suas atividades e estabelecer um plano de expansão, tendo em vista que elas almejam crescer rapidamente através da escala de seus serviços ou produtos (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2019, p. 13).

1.3 *Ciclo de vida das startups*

As *startups* são empreendimentos que nascem com o objetivo de crescer acentuadamente em um curto período de tempo. Assim sendo, é normal que elas passem por alguns estágios antes de se consolidarem no mercado – neste momento, a empresa perde sua condição de *startup*. Diante disso, via de regra, elas também são projetadas para terem um curto período de vida, tendo estágios definidos de crescimento. Normalmente, a classificação desses estágios de crescimento está associada ao modo pelo qual o mercado e os investidores enxergam sua evolução. A cada estágio do ciclo de vida de uma *startup*, muda-se o perfil do investidor que financiará sua operação, e, por consequência, o volume de capital que deverá ser aportado para a continuidade do seu crescimento (NYBO; OLIVEIRA, 2021, pp. 21-24).

Acerca desse processo evolutivo, Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho (2023, pp. 35-38) defendem que o ciclo de vida dessas organizações empresariais passam pelos seguintes estágios: *seed stage* (estágio embrionário); *early stage* (estágio inicial); *growth stage* (estágio de crescimento ou expansão); *later stage* (estágio avançado) e, por fim, o desinvestimento.

O *Seed stage*, configura o estágio embrionário do empreendimento, ele está intimamente relacionado ao desenvolvimento do *minimum viable product*, o MVP, quer dizer, do protótipo inicial do produto ou serviço da *startup* que terá suas funcionalidades aprimoradas, a partir da percepção de potenciais clientes. Em virtude do risco operacional, torna-se extremamente difícil obter qualquer suporte financeiro nessa etapa. Por esse motivo, é comum que o fundador do negócio custeie sua operação inicial, justamente por ele ainda não saber quem é seu cliente e nem possuir um produto definido e apto à comercialização (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 36).

Diante dessa dificuldade inicial de capitalizar a *startup* para expandir ou manter seus serviços, chama-se esse primeiro estágio do seu ciclo de vida de “vale da morte”. Isso decorre, como salientado, da inexistência de um produto validado e, nessa esteira, da impossibilidade de monetizar o negócio e atrair investimentos. Como os recursos do empreendedor são escassos, a não geração das primeiras receitas pode inviabilizar completamente seu funcionamento (NYBO; OLIVEIRA, 2021, pp. 23-24).

Na etapa do *early stage*, o empreendedor possui a versão final do produto, ou está na iminência de obtê-la, e haverá de colocá-la em marcha no mercado. Em vista disso, as atividades operacionais da *startup* encontram-se ainda em uma fase inicial, uma vez que é comum ocorrer nesse estágio a primeira rodada de captação de investimentos, pois a expansão da empresa reivindica uma maior quantia de capital (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 37). Para que isso ocorra, é fundamental que o empreendedor formalize a sua *startup*, em outros termos, faça a escolha do tipo societário que lhe agrade, a fim de garantir segurança jurídica aos envolvidos (REIS, 2022, p. 27).

O *growth stage* se configura quando as atividades da *startup* estão se consolidando no mercado, na medida em que houve aderência do produto pelo usuário. Nessa toada, é possível identificar receitas provenientes do seu produto ou serviço, embora não se constate a geração de caixa suficiente para cobrir suas despesas, porque, do ponto de vista geográfico, busca-se alcançar novos mercados e consolidar o público-alvo. Logo, o capital injetado no empreendimento possivelmente será usado para o desenvolvimento de novas versões do produto e posteriores distribuição, *marketing* e/ou contratações estratégicas (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 38).

Por fim, o *later stage* indica que a *startup* se consolidou no mercado, por meio de uma base fiel de usuários e de geração significativa de receita e “chegou ou está chegando no *breakeven* (ponto de equilíbrio entre despesas e receita) – o que não significa dizer que ela

está gerando lucro” (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 39). Esse costuma ser o momento ideal para todos colocarem dinheiro no bolso, a partir de um evento de liquidez (*exit*), em que os founders e investidores optam por vender sua participação societária na empresa, ou pela abertura de capital do empreendimento na bolsa de valores através de um IPO. Esse evento ocorre por meio do desinvestimento⁴ (REIS, 2022, p. 41).

A primeira das formas de desinvestimento é a venda da participação societária total ou parcial para terceiros, os quais podem ser, tanto outros sócios da *startup*, quanto outros investidores, ou mesmo outras empresas, principalmente aquelas que desejam valer-se do produto desenvolvido para aprimorar seus serviços e, com efeito, ampliar sua participação no mercado.

A segunda forma de desinvestimentos se realiza via abertura de capital do empreendimento na bolsa de valores, ou seja, negociando suas ações no mercado de valores mobiliários. Esse procedimento é reservado às sociedades anônimas (REIS, 2022, pp. 42-43).

A abertura do capital da *startup* na bolsa de valores é designada pela oferta pública pública inicial de suas ações (IPO) e visa ampliar sua base de investidores, uma vez que o público, em geral, pode comprá-las, ajudando no financiamento da companhia. Nesse fase, é normal que a *startup* tenha se tornado uma empresa madura e escalável (*scale-up*) e, dessa forma, não será mais considerada uma *startup* (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 148).

1.3.1 Quem financia as startups?

Tendo em vista que as *startups* desenvolvem produtos e serviços que envolvem elevado grau de risco, sobretudo porque disputaram o mercado consumidor com empresas tradicionais já estabelecidas, caso o empreendedor não disponha de recursos para manter as atividades iniciais do novo empreendimento, precisará encontrar uma forma de capitalizá-lo.

⁴ Edgar Vidigal dispõe que “O desinvestimento acontece quando o empreendedor ou o investidor vende a totalidade ou parte da participação societária que possui na *startup*. Isso costuma ocorrer quando a *startup* atingiu valores de mercado que tornam a saída do empreendedor ou do investidor vantajosa economicamente ou mesmo quando um deles (ou ambos) decide direcionar seus esforços e investimentos para novos empreendimentos, ainda que sem a obtenção de lucro no patamar inicialmente almejado.” (REIS, 2022, p. 41)

Ocorre que, independentemente da natureza da atividade financiada, os investidores de risco⁵ configuram um elemento indispensável dos agrupamentos dinâmicos de *startups* (MALLABY, 2022, p. 28). Assim, o ingresso do investidor no quadro societário da *startup* – principalmente nos estágios iniciais – é um passo de suma importância para o seu crescimento, tendo em consideração que a contribuição vai muito além do suporte financeiro, uma vez que sua *expertise* e experiência profissional proporcionam uma contribuição gerencial, estratégica e intelectual para o negócio.

Nesse teor, Sebastian Mallaby ilustra engenhosamente as distinções existentes entre os investidores de risco e as instituições tradicionais de crédito:

A maioria dos financistas investe seu capital escasso com base em análises quantitativas. Investidores de risco se encontram com pessoas, as seduzem e raramente se preocupam com planilhas. A maioria dos financistas valoriza empresas ao projetar seu fluxo de caixa. Investidores de risco costumam apostar em *startups* antes que elas tenham um fluxo de caixa para ser analisado. Outros financistas negociam milhões de dólares em ativos em um piscar de olhos. Investidores de risco assumem participações relativamente pequenas em empresas reais e as mantêm. Mais fundamentalmente, outros financistas fazem extrapolações com base em tendências do passado, desconsiderando o risco de eventos extremos “de cauda”. Investidores de risco procuram desvios radicais do passado. Eventos de cauda são tudo que eles querem. (2022, pp. 25-26)

As redes de investidores são, em certa medida, os responsáveis por auxiliar no progresso científico-tecnológico da humanidade, pois, a partir deles, as *startups* mudaram a rotina econômica e social do mundo – a forma que as pessoas trabalham, interagem, fazem compras, trafegam, acessam músicas, filmes e documentos e, principalmente, como “acessam e manipulam a informação”. Isso ocorre porque seu trabalho é tentar descortinar o futuro, olhar além do *status quo* para explorar oportunidades de elevado risco e imensa recompensa que governos e Bancos acreditam serem inalcançáveis. Esse é o motivo de aposta da substituição da moeda tradicional por criptoativos; dos sistemas de inteligência artificial; dos carros voadores; da impressão 3D de órgãos etc. (MALLABY, 2022, pp.19-23).

1.3.2 *Capital próprio e Família, Amigos e “Tolos” – FFF*

⁵ Sebastian Mallaby afirma que “Sem essa estranha tribo de financistas os pomares de Santa Clara – região da Califórnia em que se localiza o Vale do Silício – talvez nunca tivessem se ligado ao silício, e uma riqueza impressionante talvez jamais tivesse sido criada.” (2022, p. 29)

Levando em consideração o risco subjacente à natureza da *startup*, em seu estágio embrionário, faz sentido que o empreendedor fundador injete o primeiro recurso que se destinará ao financiamento da atividade. Como esse capital é extremamente limitado, surge a primeira fonte de recursos, proveniente de familiares, amigos ou “tolos” cuja sigla em inglês é chamada *3F's: family, friends and fools*.

O processo para tirar determinada ideia do papel, levando-a até o mercado consumidor é extremamente penoso. São muitas horas de trabalho dedicadas diariamente a esse propósito, e normamente quem testemunha o empenho e o esforço do empreendedor são seus familiares e amigos. Estes admiradores, sensibilizados com toda dedicação e esforço despendido na jornada do iniciador da *startup*, podem gerar incentivos financeiros de apoio.

Diante disso, os motivos que os levam a investir no idealizador do projeto não são “estritamente econômicos, mas usualmente afetivos ou impulsivos.” Por isso, denominam-se tais investidores de *family, friends and fools*: os Três F's (CAMINHA; COELHO, 2023, pp. 39-40).

Lucas Caminha e Gustavo Coelho, destacam que (2023, p. 41):

Dada a alta taxa de mortalidade de *startups*, os três F's não tem muita expectativa de conseguir lucrar com o investimento, normalmente se dando por satisfeitos quando conseguem recuperar o principal. Na média brasileira, esse principal investido pelos 3 F's é baixo quando comparado às demais classes de investidores, variando entre R\$ 5 mil e R\$ 50 mil. Adicionalmente, dado que o dinheiro provém de relações pessoais e não de *expertise*, provavelmente esses investidores pouco ou nada agregarão no direcionamento da *startup*.

Além disso, frisa-se que a informalidade é uma peculiaridade inerente a essa modalidade de financiamento, devido à pessoalidade que decorre da relação entre o empreendedor e seu respectivo financiador e ao estágio embrionário da vida da *startup*.

Contudo, para que se evitem conflitos societários em futuras rodadas de captação de recursos, recomenda-se um nível mínimo de profissionalismo, por meio da formalização de um acordo que verse sobre os termos e as condições do investimento, bem como dos direitos resguardados ao investidor (OIOLI; ROBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 108-109).

Para finalizar, o termo “*fools*” (em português “tolos”) faz referência aos investidores que não possuem qualquer relacionamento prévio com a *startup* e o seu respectivo fundador, desconhecendo sua lógica de funcionamento, mas investem recursos no empreendimento, sem possuir ciência do seu risco operacional (OIOLI; ROBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 109).

1.3.3 Incubadoras

A definição clássica de *incubadora* nos remete à ideia de um pequeno equipamento médico que auxilia no desenvolvimento de um ser até que ele reúna condições físicas e biológicas para sobreviver no seu ambiente natural.⁶ No mundo corporativo, as incubadoras de empresas costumam acolher as *startups* em seus estágios iniciais, com vistas a oferecer todos os recursos – tangíveis e intangíveis – para que ela sobreviva no ecossistema empresarial (FERNANDES, 2016, p. 34).

Também é comum que o empreendedor, no início das atividades do seu empreendimento, necessite de apoio externo para aprimorar suas ideias acerca do produto ou serviço a ser desenvolvido. É justamente nesse ponto que a importância das incubadoras de empresas se revela, tendo em conta que tais organizações oferecem uma variante tão robusta de serviços para a encubada, que o seu anseio monetário torna-se marginal. Mais do que espaço físico para o desenvolvimento do produto ou serviço (por exemplo, rede de computadores para o desenvolvimento de *softwares*), elas viabilizam o acesso à mentoria junto a profissionais para aconselhamento estratégico na gestão do negócio e, principalmente, *networking* com outros empreendedores e potenciais investidores integrantes desse ambiente (CAMINHA; COELHO, 2023. pp. 65-66).

Enquanto nos Estados Unidos as incubadoras são majoritariamente vinculadas e financiadas por instituições sem fins lucrativos, como as Universidades que objetivam contribuir com o desenvolvimento econômico e tecnológico do país, e com a criação de empregos e geração de riqueza. No Brasil, as instituições de ensino também contribuem com o processo de amadurecimento das incubadoras (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 67). A Supera Incubadora, por exemplo, apontada como uma das 20 melhores de todo o mundo, é resultado de uma parceria proveniente da Universidade de São Paulo (USP) e a Prefeitura Municipal, com apoio da Secretaria de Desenvolvimento Econômico de São Paulo.⁷

⁶ O vocábulo *incubadora* é definido pelo Dicionário Aurélio (1999, p. 1.097) como: “1. Aparelho para incubação artificial de galináceos; chocadeira. 2. Biol. Aparelho destinado a manter temperatura constante e apropriada para o desenvolvimento de ovos e cultura de micro-organismos ou de outras células vivas. 3. Med. Aparelho que se destina a manter criança prematura em ambiente de temperatura, oxigenação e umidade apropriadas”

⁷ Para mais informações, cf: Jornal da USP. 11 de nov. 2019. Disponível Em: <https://jornal.usp.br/universidade/usp-sedia-uma-das-20-melhores-incubadoras-universitarias-do-mundo/>. Acesso em: 12 de outubro de 2023.

Inicialmente, foi lançado no Brasil, o Programa Nacional de Apoio às Incubadoras de Empresas – PNI, vinculado ao Ministério da Ciência e Tecnologia, que assim as definiu (BRASIL, 2000):

Uma Incubadora é um mecanismo que estimula a criação e o desenvolvimento de micro e pequenas empresas industriais ou de prestação de serviços, de base tecnológica ou de manufaturas leves por meio da formação complementar do empreendedor em seus aspectos técnicos e gerenciais e que, além disso, facilita e agiliza o processo de inovação tecnológica nas micro e pequenas empresas. Para tanto, conta com um espaço físico especialmente construído ou adaptado para alojar temporariamente micro e pequenas empresas industriais ou de prestação de serviços e que, necessariamente, dispõe de uma série de serviços e facilidades.

Recentemente, a Lei n.º 13.243, de 11 de janeiro de 2016, alterou a redação do artigo 2º da Lei de Inovação, nele incluindo o inciso III-A, que assim define a incubadora de empresas:

Organização ou estrutura que objetiva estimular ou prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico ao empreendedorismo inovador e intensivo em conhecimento, com o objetivo de facilitar a criação e o desenvolvimento de empresas que tenham como diferencial a realização de atividades voltadas à inovação.

Mesmo com o destaque das instituições públicas de ensino superior, a iniciativa privada é quem está na dianteira da proliferação de Incubadoras, em solo nacional, como, por exemplo, o Cubo. Tal incubador de *startups* foi criado por meio de uma parceria entre o fundo de investimentos *Redpoint ventures* e a instituição financeira Itaú Unibanco com o escopo estratégico de manter proximidade com aqueles empreendimentos que apresentam grande potencial de sucesso.⁸

Desse modo, é compreensível que essas organizações de auxílio a empreendedores sejam essenciais, visto que seus serviços não beneficiam apenas as *startups* em si, mas todo o ecossistema ao seu redor, a saber, investidores que estão em busca de empreendimentos promissores, empresas tradicionais interessadas no mercado de inovação e universidades (e universitários) que através de incentivos públicos, buscam fomentar a modernização do ambiente de negócios brasileiro (CAMINHA; COELHO, 2023. p. 68).

⁸ Cf. Cubo Itaú. 2015. Disponível em: <https://cubo.network/>. Acesso em 12 de outubro de 2023.

Ainda cumpre-se destacar que, normalmente, as incubadoras não recebem ou exigem participação no quadro societário das incubadas.

Segundo Lucas Caminha e Gustavo Coelho (2023, pp. 69-70):

Essa intuição é essencial para o tema de captação porque (i) o potencial de *networking* das incubadas com potenciais investidores é enorme, especialmente em mercados mais enxutos como o brasileiro; e (ii) ela é chamada de fase pre-aceleração, servindo como preparação para a primeira fonte principal de captação de recursos: as aceleradoras.

1.3.4 Aceleradoras

As aceleradoras, por sua vez, geralmente são entidades privadas com fins lucrativos, que atuam no desenvolvimento de *startups* que já saíram da fase de incubação (FERNANDES, 2016, p. 36), ou seja, já dispõem de um produto ou serviço para sua ulterior comercialização e consumo.

Assim, além da oferta de infraestrutura, mentoria, *networking* e contatos com eventuais investidores, as aceleradoras possuem uma especificidade substancial, qual seja: elas efetivamente investem em *startups* com o escopo de obter retorno financeiro. Logo, a atuação das aceleradoras são orientadas à administração dos negócios, cooperando com seu desenvolvimento gerencial e, principalmente, habilitando-os para a captação de recursos de terceiros. (FERNANDES, 2016, p. 37)

Como contrapartida a todos os benefícios oferecidos, o respectivo empreendedor aliena a aceleradora determinada parcela de participação societária no empreendimento (REIS, 2022, p. 29). “Na linha cronológica das etapas do ciclo de vida das *startups*, as aceleradoras são a primeira fonte de recursos profissionais e não incentivadas por razões afetivas” (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 71).

Uma outra peculiaridade intrínseca a essas organizações é o seu caráter competitivo, que sobrevém da criação de programas – por meio de edital – para selecionar as *startups* que irão participar do processo aceleratório. O empreendedor que deseja inscrever sua empresa deve atentar-se às cláusulas do documento, levando em consideração que, ao final, ele terá que conceder à respectiva aceleradora a participação societária na *startup*, por meio de um contrato de opção de compra ou, como se nota ser mais comum, através de um contrato de mútuo conversível em participação societária (os quais serão abordados no decorrer do trabalho) (NYBO; OLIVEIRA, 2021, pp. 105-106).

1.3.5 Investidor-anjo

Com o objetivo de aclarar o perfil do investidor-anjo, Cassio A. Spina (2012, p. 28) salienta:

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

Essa modalidade de financiamento de *startups* se configura como uma das mais recorrentes no mercado brasileiro, posto que os investidores-anjo são essenciais no processo de crescimento e consolidação das *startups* no mercado. Mais do que suporte financeiro, a *expertise* profissional desse investidor, bem como sua rede de contatos são elementos de grande valor para o negócio⁹ – o termo “anjo” é utilizado para contrapor o investidor ordinário cuja contribuição se restringe ao aspecto monetário (OIOLI; ROBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 111).

Como compensação ao investimento realizado, o investidor-anjo obtém uma singela parcela de participação societária na *startup* ou o direito a uma participação. Os “anjos” podem realizar seus investimentos individualmente, em grupos de anjos ou através de fundos de investimento para aumentar os valores investidos, compartilhar conhecimento, bem como os riscos advindos do aporte de capital na atividade financiada (MICHILES, 2021, p.21). Cita-se como exemplo, ex-alunos da Poli-USP fundaram a Poli Angels¹⁰ que atualmente conta com mais de 205 investidores-anjo.

O conceito jurídico de investidor-anjo foi introduzido no ordenamento brasileiro com o advento da Lei Complementar n. 155 em 2016. Ela trouxe alterações à Lei Complementar n. 123, designando o investidor-anjo como pessoa física, pessoa jurídica ou fundo de investimento que, com a pretensão de fomentar à inovação e o investimento produtivo,

⁹ “A partir desse diferencial foi cunhado o termo “*smart money*” para designar o dinheiro inteligente que os investidores aplicam. Além do investimento financeiro por si só, os investidores agregam outros valores – como: experiência, *know-how*, insights sobre o modelo de negócio em áreas cruciais da empresa – e apresentam um histórico de investimento no segmento específico, e um forte *networking* junto ao mercado e a potenciais clientes (KEPLER, 2018, p. 31).”

¹⁰ Cf. Poli Angels. 2018. Disponível em <https://poliangels.com.br/>: Acesso em 14 de outubro de 2023.

aportam capital em sociedades enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte¹¹.

A materialização do investimento ocorreria, em tese, via contrato de participação (devidamente abordado no capítulo seguinte), mas, cotidianamente, a história é outra (BRASIL, 2016).

Acontece que, em 2021, a Lei Complementar n.182 (Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador) trouxe uma nova definição para investidor-anjo em seu artigo 2º, inciso I: “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes” (BRASIL, 2021). Para Edgar Vidigal de Andrade Reis (2023, p. 34): “a definição é bastante ampla e tem a intenção somente de delimitar direitos e obrigações do investidor-anjo, porém sem diferenciá-lo do investidor comum.”

Nessa lógica, a preocupação do legislador foi mitigar eventuais riscos para o investidor-anjo e lhe garantir segurança jurídica.

1.3.6 Fundos de investimento

Ciente da possibilidade de grande retorno financeiro, as *startups* se tornaram atrativo dos fundos de investimento. Inicialmente, seu escopo de atuação se restringiam a empresas estabilizadas no mercado, porém, com o advento dessa nova modalidade de empreendimento, houve uma significativa alteração na forma com que o portfólio de ativos dos fundos é estruturado. O objetivo, assim, passa a consistir na diversificação de investimentos e, conseqüentemente, na mitigação de eventuais riscos advindos de uma atuação unidimensional.

Os fundos de investimento são formados por meio da agregação de recursos de múltiplos investidores em um único patrimônio, que é administrado por um gestor de recursos versado no monitoramento e seleção de *startups* (CAMINHA; COELHO, 2023, p. 85). São

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. (Incluído pela Lei Complementar nº 155, de 2016). § 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, por pessoa jurídica ou por fundos de investimento, conforme regulamento da Comissão de Valores Mobiliários, que serão denominados investidores-anjos.”

regulados pela Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016 (ICVM 578) e estruturados na forma de fundos de investimento em participações (FIP).¹²

A doutrina majoritária e o mercado costumam subdividi-los em fundos de *seed capital*, fundos de *venture capital* e fundos de *private equity*, segundo a perspectiva do investimento, embora a ICVM tenha instituído uma classificação distinta.¹³

Os aportes realizados por fundos de *seed capital* (ou fundos de capital semente) ocorrem na etapa inicial da *startup*. Entretanto, para que se concretizem, é necessário que a empresa já disponha de uma estrutura jurídica formalizada. De acordo com Cassio A. Spina (2012, p. 2012), estes fundos de investimentos designam os 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 o BNDS, Finep, SEBRAE etc.”

Recentemente, o Banco Nacional de Desenvolvimento Sustentável (BNDS) selecionou seis fundos – dos quais dois são de capital semente – para investir em *startups* e pequenas e médias empresas.¹⁴

Os fundos de *venture capital* (ou fundos de capital de risco), por seu turno, são aqueles que alocam seus investimentos em *startups*, com a intenção de acelerar seu crescimento, haja visto que o produto ou serviço já é comercializado no mercado. Em razão disso, o processo é extremamente formal, visto que analisar-se-ão não somente o produto ou serviço, mas também o plano de negócios e aspectos jurídicos relativos ao empreendimento. Ademais, a empresa na qual se investe normalmente cede uma participação considerável do negócio, assegurando ao fundo investidor forte influência na sua gestão e monitoramento do andamento de suas atividades (OIOLI; ROBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 119-121).

Os investidores de *venture capital* ganharam notoriedade a partir do surgimento e difusão de empreendimentos concebidos na forma de *startups*, justamente com o intuito de ajudá-las a acessar grande volume de capital, suprimindo, dessa forma, a ausência de crédito bancário no mercado para financiar atividades arriscadas e com grande potencial de fracassar.

¹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.

¹³ Art. 14. Os FIP devem ser classificados nas seguintes categorias quanto à composição de suas carteiras: (i) Capital Semente; (ii) Empresas Emergentes; (iii) Infraestrutura (FIP-IE); (iv) Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e (v) Multiestratégia.

¹⁴ ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. Notícias do setor. Setembro, 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-imprensa.aspx?c=pt-BR&id=5445>.

Na América Latina, o Brasil lidera investimentos por fundos de *venture capital*. De acordo com uma pesquisa da KPMG em conjunto com a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), em 2021, o mercado nacional injetou um volume total de R\$ 46,5 bilhões em *startups* brasileiras, distribuídos em 319 rodadas de investimento.¹⁵

1.3.6.1 Corporate Venture Capital

Diante do impacto tecnológico, econômico e social provocado pelas *startups*, companhias tradicionais, com o desejo de aprimorar seus serviços, passaram a criar e administrar fundos de *venture capital*, os chamados *corporate venture capital* (CVC). Portanto, o aporte de capital do CVC, embora aspire um potencial retorno financeiro, por obra da aquisição de participação societária em negócios inovadores, objetiva finalisticamente a busca por inovação, vantagens competitivas e, acima de tudo, sobrevivência no mercado consumidor (REIS, 2022, p. 38).

Com referência aos fundos de *private equity*, Edgar Vidigal de Andrade Reis (2022, p. 35-36) sintetiza-os da seguinte forma:

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 passe a ser reconhecida pelo mercado não mais como uma *startup*, mas como uma empresa consolidada. Inclusive, observa-se que em alguns casos os aportes realizados por fundos de *private equity* têm como objetivo preparar as *startups* para, em momento seguinte, realizar a abertura do seu capital.

2 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS STARTUPS À LUZ DA LEI COMPLEMENTAR N.º 182

Diante do crescimento da constituição de empreendimentos sob a forma de *startups* no Brasil, discussões e debates acerca da necessidade ou não de regulamentá-las foram travados por empresários, juristas, investidores e legisladores no cenário nacional. Com o escopo de contar, no ordenamento jurídico brasileiro, com uma legislação específica que proporcionasse maior segurança e incentivos para empreendedores e investidores que atuam no mercado de *startups*, em junho de 2021, o Marco Legal das Startups e do

¹⁵ Consolidação de Dados da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil – 2021. KPMG & ABVCAP. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5440.pdf>

Empreendedorismo Inovador ou, somente, Marco Legal das Startups, foi sancionado por meio da Lei complementar n. 182.

2.1 Definição de startup

Não existe consenso acadêmico ou legislativo acerca da definição de *startup*. Por isso, adotar-se-á a definição introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pelo Marco Legal das Startups. De qualquer forma, destaca-se que, na medida em que as *startups* apegam-se à tecnologia para desenvolver seus produtos e serviços, seu conceito está estritamente relacionado à política pública que determinado país deseja estimular e promover em seu território. Ou seja, do ponto de vista legislativo, a definição está associada aos objetivos perseguidos por cada nação.

Portanto, diversos critérios podem ser utilizados para que se alcance um sentido satisfatório, desde o faturamento da empresa, passando pelos anos de atuação no mercado até o cumprimento de determinadas condições.

À época da sanção do MLS, já havia no Brasil, uma definição de *startup* cunhada pela Lei do Inova Simples¹⁶ (Lei Complementar n° 167/2019). Apesar dos critérios criados pela LC n. 167/2019, para atribuir significado às *startups*, serem subjetivos, não se pode negar sua importância para que, posteriormente, seu alcance fosse delimitado para atender satisfatoriamente os anseios do ecossistema brasileiro.

O tratamento jurídico diferenciado conferido às *startups* pela Lei do Inova Simples se justificaria por causa do desenvolvimento de serviços inovadores, em condições de extrema incerteza, o que demandaria experimentos e validações constantes da comercialização plena e da posterior obtenção de receita (BRASIL, 2019).

O MLS, por sua vez, trouxe uma definição abrangente, porém, mais objetiva, principalmente com relação aos critérios que devem ser observados no momento da

¹⁶ Segundo a Lei do Inova Simples considera-se *startup*: “Art. 65-A, §1º a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, os quais, quando já existentes, caracterizam *startups* de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam *startups* de natureza disruptiva. §2º As *startups* caracterizam-se por desenvolver suas inovações em condições de incerteza que requerem experimentos e validações constantes, inclusive mediante comercialização experimental provisória, antes de procederem à comercialização plena e à obtenção de receita.”

constituição da empresa, para o seu enquadramento enquanto tal. Vejamos a definição e critérios estabelecidos:

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

Percebe-se que o grande objetivo da definição é destacar a inovação como aspecto pertencente ao modelo de negócio. Em razão disso, os produtos ou serviços que serão desenvolvidos devem atender a esse comando. Contudo, para que a *startup* inove no seu modelo de negócio, não é necessário arquitetar uma tecnologia totalmente nova e disruptiva, basta inovar em sua maneira de empreender. Foi o que fizeram, por exemplo, as empresas iFood e Nubank.

Por organização empresarial ou societária entende-se que a *startup* deve ser formalizada através de uma estrutura societária que melhor atenda suas necessidades. Isso é importante para lhe garantir segurança jurídica e possibilitar a captação de recursos no mercado de *venture capital*. Assim, sociedades em comum, pessoas físicas, associações, partidos políticos e igrejas não podem ser consideradas *startups* (CARVALHO, 2021, p. 33).

A legislação ainda traz outros requisitos adicionais que devem ser cumpridos para que haja o enquadramento como *startup*. São eles:

§ 1º [...] são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de *startup* o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior;

II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ); e

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

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores¹⁷ para a geração de produtos ou serviços, ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples.

¹⁷ (Lei nº 10.973/04): Art. 2º Para efeitos dessa lei considera-se: [...]; IV - inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho.

Sociedade empresarial (limitada ou anônima) é a própria empresa dotada de personalidade jurídica, que têm como objetivo a produção ou troca de bens ou serviços com fins lucrativos (art. 981, CC). Sociedade cooperativa é a livre associação de pessoas que se obrigam mutuamente a contribuir com bens e serviços para o exercício de uma atividade econômica, sem objetivo de lucro (CARVALHO, 2021, pp. 34-35). Já a sociedade simples não possui natureza mercantil, mas atividades restritas de natureza intelectual, científica, literária ou artística (RODRIGUES, 2019, p. 31).

Portanto, a *startup* pode ser constituída sob todas as modalidades de empresas mencionadas, com exceção do tipo societário designado por microempreendedor individual (MEI) ou sociedade não personificada (arts, 986 a 996 do CC/2022).

A empresa, assim, deixará de ser nascente ou de operação recente quando o seu faturamento anual superar o teto de R\$ 16 milhões de reais ao ano, com até 10 (dez) anos de inscrição ativa no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), e inscrita no registro do Inova Simples.

Para enriquecer a definição proposta pelo Marco, à sombra da ótica acadêmica, podemos definir as *startups* da seguinte forma: refere-se a organizações “recém-constituídas, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso”, que buscam construir um modelo de negócio inovador e com alto potencial de escalabilidade, “geralmente utilizando-se da *internet* ou outras tecnologias inovadoras.”¹⁸

2.2 O contrato no âmbito das *startups*

O direito contratual foi forçado a buscar adaptações funcionais e operativas, em virtude da revolução científica e tecnológica e do desenvolvimento de novos modelos de negócio (AMARAL, 2018, p. 244). A marca da sociedade hodierna é o dinamismo que envolve a funcionalidade das *startups*, em que, por isso, exige-se que os instrumentos

¹⁸ Conceito elaborado a partir das definições apresentadas por: (a) RIES, Eric. **A Startup Enxuta: como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos**. Rio de Janeiro: Sextante, 2019. P. 17; (b) REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. 2. Ed. São Paulo, SP: Almedina, 2022; e (c) MICHILES, Saulo. **Marco Legal das Startups: um guia para advogados, empreendedores e investidores**. São Paulo: Editora JusPodivm, 2021.

jurídicos incorporem suas peculiaridades, sob pena de tornarem-se obsoletos (AZEVEDO, 2016, p. 17).

Isso não significa que seja necessário a criação de uma nova área do Direito, com disciplinamento jurídico próprio, isto é, de um “direito das *startups*”. Mas que há a necessidade de que as normas em vigor, no Brasil, sejam ajustadas para abraçar essa nova categoria de empresas que emergiram paralelas ao surgimento da *internet*.

Sabe-se, nesse sentido, que o poder legiferante não consegue acompanhar satisfatoriamente os avanços da tecnologia, e que, por isso, algumas figuras contratuais, escapam à disciplina geral do Código Civil. Por exemplo, o CC regula o contrato de mútuo, mas, marginaliza o contrato de mútuo conversível em participação societária.

Tradicionalmente, o contrato foi concebido como o símbolo da liberdade e da autonomia privada dos sujeitos. Todavia, mais do que isso, no âmbito das *startups*, os contratos representam a razão de sua existência, porquanto, as *startups* se revelam no relacionamento com o investidor que, através de um dos instrumentos, financia todo o seu desenvolvimento. Nesse sentido, a lição de Paula A. Forgioni ilustra bem o que se pretende afirmar (2019, p. 23):

A empresa não apenas “é”; ela “age”, “atua”, e o faz por meio dos contratos. A empresa não vive ensimesmada, metida com seus ajustes internos; ela revela-se nas transações. [...]. A empresa cristaliza-se em sua atividade de interagir; a empresa é agente econômico. É preciso adquirir insumos, distribuir produtos, associar-se para viabilizar o desenvolvimento de novas tecnologias, a abertura de mercados etc.; tudo exige que se estabeleçam relações com terceiros. Essa ação recíproca [empresa – outros agentes] interessa ao Direito na medida em que dá a luz a contratos e, conseqüentemente, a relações jurídicas.

À vista disso, o contrato pode ser definido como um “acordo entre duas ou mais pessoas com o objetivo de impor obrigações juridicamente exigíveis para elas.” (OLIVEIRA; COSTA NETO, 2023, p. 515). A marginalização desse instituto tende a desequilibrar ou obstar o desenvolvimento de um ecossistema de *startups*, ao expor o investidor a riscos desnecessários, dificultando, desse modo a captação de recursos; além de impactar diretamente no relacionamento dos sócios.

Por todas essas razões, o contrato não é mera formalidade ou burocracia que se impõe sobre a relação entre o investidor e o empreendedor (*startup*), mas a condição fundamental de sua existência.

Basicamente, a partir de contratos de investimentos, é possível conceber duas formas principais de financiamento de *startup*: a primeira, e menos comum, é por meio de dívida (*debt*); a segunda, utilizada com uma maior frequência, ocorre quando se oferece participação societária em troca de recursos financeiros (*equity*) (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 100).

A fim de discorrer acerca das principais espécies contratuais para se formalizar as “operações econômicas de financiamento de *startups*”, será utilizada como fundamento a Lei Complementar n. 182/2021.

2.3 Contrato de opção de subscrição e opção de compra de participação societária

Os incisos I e II do § 1º do art. 5º dispõem acerca do contrato de opção de subscrição e opção de compra de participação societária, nos seguintes termos:

I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;

II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;

Opção de subscrição de ações ou quotas é um direito conferido pela *startup* ao investidor que lhe faculta, dentro de um período de tempo preestabelecido, integralizar seu capital (CARVALHO, 2021, p. 41). Em outras palavras, o contrato de subscrição resguarda ao investidor o direito de exigir que a *startup* emita novas ações ou quotas, que serão oportunamente subscritas e integralizadas, por um valor prefixado, para que ele venha a ter direito de se tornar sócio do empreendimento financiado (MICHILIS, 2021, pp. 33-34).

Nessa esteira, é importante diferenciar o ato de subscrever do ato de integralizar o capital da investida. A subscrição precede a integralização e pode ser compreendida como a formalização, via contrato de subscrição, da aquisição de quotas ou ações, ao passo que a integralização seria o efetivo pagamento por elas, isto é, a concretização do ato de transferência do capital. O professor André Santa Cruz Ramos (2021, p. 404, grifo nosso) ilustra essa distinção da seguinte forma:

Cada sócio deve subscrever uma parte do capital, ficando, conseqüentemente, responsável pela sua respectiva integralização. Portanto, todos os sócios têm o dever de *subscrição* e *integralização* de quotas, isto é, **todos os sócios têm o dever de adquirir quotas da sociedade e de pagar por essas respectivas quotas**, contribuindo para a formação do capital social, ainda que essa contribuição seja ínfima. Efetivar a contribuição prometida no tempo e na forma previstos no contrato social é o principal dever de qualquer sócio.

A pertinência dessa modalidade de financiamento reside na proteção do patrimônio do investidor em caso de eventuais dívidas contraídas pela empresa, à vista de que a formalização do investimento não implica no ingresso imediato do investidor ao seu quadro societário, já que, nesse momento, não se materializa o exercício da opção de compra (MICHILIS, 2021, p. 34).

A opção de compra de ações ou quotas – popularmente conhecida como *stock options* –, por sua vez, é uma modalidade de contrato através do qual a pessoa jurídica (sociedade anônima ou limitada) faculta ao investidor o direito de, em um momento futuro, optar ou não por adquirir parte de suas ações ou quotas, respeitando todas as condições e termos pactuados,¹⁹ por um valor simbólico previamente estabelecido (JÚDICE, 2017, p. 64).

O valor desembolsado pelo investidor é simbólico porque o verdadeiro pagamento para a aquisição da participação societária ocorreu logo na origem do aporte de capital, em razão da necessidade imediata do capital pela *startup* para continuidade de suas atividades. Essa ideia vai na contramão dos contratos de opção tradicionais, pois, em regra, o valor pago para subscrever o direito de opção é inferior ao valor pago para a sua efetiva integralização, dado que, “o adquirente do direito está pagando apenas pela opção e não pelo bem ao qual poderá optar pela aquisição ou não em momento futuro.” (REIS, 2022, pp.118-119)

A partir disso, o que distingue o contrato de subscrição de ações ou quotas (art. 5º, I) do contrato de opção de compra de ações ou quotas (art. 5º, II)?

Enquanto no contrato de subscrição, novas ações ou quotas precisam ser emitidas pela sociedade, para que possam vir a ser subscritas e integralizadas pelo investidor. No contrato de opção de compra, “as ações ou quotas a serem adquiridas já existiriam em

¹⁹ Nessa modalidade de investimento, “via de regra as partes estabelecem, além de uma data limite predefinida para que o investidor exerça ou não a opção de aquisição de participação societária (termo), certas situações nas quais o investidor poderá exercer antecipadamente o seu direito (condições), como, por exemplo, no caso de recebimento de novos investimentos ou de uma proposta de venda da *startup* (no todo ou em parte, na hipótese de os sócios decidirem transformar a sociedade em uma sociedade anônima, dentre outras.”

tesouraria (caso em que a própria sociedade detém quotas ou ações dela mesma).” (MICHILIS, 2021, p. 34).

Também é possível que o contrato de opção de compra seja constituído com os sócios do empreendimento. Nesse caso, eles se encontrariam obrigados a vender suas próprias ações ou quotas para o investidor – hipótese designada *cash out* em que o dinheiro do investidor vai diretamente para os sócios e não para a *startup*. Porém, o mais comum, principalmente nos seus estágios iniciais, é que todo o capital aportado pelo investidor vá para o caixa da *startup*, o *cash in* (MICHILIS, 2021, p. 35).

Assim, verifica-se que esse tipo de contrato possui dois momentos. No primeiro ocorre o pagamento pela subscrição do direito da opção; no segundo, a efetiva integralização das ações ou quotas. Essa divisão é importante por causa do impacto tributário a ser levado em consideração quando se efetuar a venda da participação societária adquirida pelo investidor.

O aporte financeiro de fato só ocorre no momento da aquisição de participação societária na *startup*, caso contrário, não existirá dinheiro para a perpetuação de sua existência no mercado de consumo. Já o exercício de compra da participação é registrado por um valor simbólico, como salientado anteriormente. Em razão disso, a alienação da participação adquirida, ensejará no ganho substancial de capital pelo investidor,²⁰ e sobre o qual incidirá o Imposto Sobre a Renda,²¹ isso porque, no momento do cálculo, levar-se-á como referência, o valor registrado da aquisição das cotas ou ações e não o valor integral do investimento realizado (JUDICE, 2017. p. 67).

A alíquota que incidirá sobre o ganho de capital do investidor é progressiva, nos termos do art. 153 do Decreto 9.580 de 2018:

Art. 153. O ganho de capital apurado na forma estabelecida nos art. 130 e art. 148, observado o disposto nos art. 149 e art. 150, fica sujeito ao pagamento do imposto sobre a renda, com as seguintes alíquotas (Lei nº 8.981, de 1995, art. 21; e Lei nº 9.532, de 1997, art. 23, § 1º):

I - até o ano-calendário de 2016: quinze por cento; e

²⁰ (Decreto 9.580/2018): Art. 148. O ganho de capital será determinado pela diferença positiva entre o valor de alienação e o custo de aquisição, apurados nos termos estabelecidos no art. 134 ao art. 147 (Lei nº 7.713, de 1988, art. 3º, §2º).

²¹ (Decreto 9.580/2018): Art. 128. Fica sujeita ao pagamento do imposto sobre a renda de que trata este Título a pessoa física que auferir ganhos de capital n alienação de bens ou direitos de qualquer natureza.

II - a partir do ano-calendário de 2017:

- a) quinze por cento sobre a parcela dos ganhos que não ultrapassar R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais);
- b) dezessete inteiros e cinco décimos por cento sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e não ultrapassar R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais);
- c) vinte por cento sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e não ultrapassar R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais); e
- d) vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento sobre a parcela dos ganhos que ultrapassar R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

Sendo assim, “o investidor que obtiver ganhos, calculados como a **diferença entre o valor recebido pela venda de quotas ou ações e o valor utilizado para subscrever ou adquirir as mesmas quotas ou ações**, será sujeito à tributação sobre o ganho de capital.” (MICHILIS, 2021, p. 44, grifo nosso)

2.4 *Debêntures conversíveis em participação societária*

Essa hipótese de financiamento foi inserida no inciso III, do § 1º do art. 5º, da lei complementar nº 182:

III – debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Apesar de introduzida no marco legal das *startups* em 2021, as debêntures são uma opção antiga de financiamento de empresas, estando regulamentadas nos artigos 52 a 74 da Lei nº 6.404/1976.²²

Trata-se de uma espécie de valor mobiliário²³ emitido pelas sociedades anônimas, que “confere ao seu titular (debenturistas) um direito de crédito certo contra a companhia, nos termos de que dispuser a sua escritura²⁴ de emissão ou certificado.” (SANTA CRUZ, 2021, p.

²² BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976.

²³ (Lei n. 6.385/76): “Art. 2. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; [...]” (BRASIL. Lei n. 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.

²⁴ (Lei n. 6.404/76): “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.” (BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976.

496). Portanto, a debênture é um instituto de empréstimo, por meio do qual as sociedades, sem a precisão de recorrerem a uma instituição de crédito ou à emissão de novas ações, se financiam a partir da captação de dinheiro do mercado, sob a promessa de devolver esse capital com juros e correção (MICHILIS, 2021, p. 44).

Ocorre que, no ecossistema de *startups*, esse tipo de operação não é tão comum, tendo em vista que, inicialmente, tais empreendimentos não se constituem na forma de sociedades anônimas. As obrigações procedimentais e todos os custos para se manter uma S.A. – que são maiores do que os custos de uma sociedade limitada, por exemplo –, restringe a utilização desse instrumento (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 123).

Para o mercado de *startups*, a utilização das debêntures como instrumento de investimento interessa à previsão da sua conversão em ações da sociedade emissora. É por isso o Marco fala em *debênture conversível*.²⁵ Nesse sentido, é de grande serventia o ensinamento de Nelson Eizerik e outros (2008, pp. 70-71):

As debêntures emitidas com a cláusula de conversibilidade em ações asseguram a seu titular a faculdade de ter os seus direitos convertidos em ações da companhia emitente, nas condições estabelecidas na escritura de emissão. Confere-se ao debenturista, assim, a opção de conservar a sua debênture até o vencimento ou de passar do *status* de credor a participante da sociedade, mediante a conversão das debêntures em ações.

Mesmo diante de todos os limites estabelecidos pela Lei das S/A para a sua utilização, o ponto positivo de uma debênture conversível é a segurança jurídica proporcionada à companhia e ao investidor, justamente porque seu uso é regulamentado por lei, e, há muitos anos é manipulada pelo mercado no âmbito comercial (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 124). Por outro lado, a série de requisitos a serem observados, no momento de sua

²⁵ O art. 57 da lei da Lei das Sociedades Anônimas esclarece os requisitos para essa espécie de debênture. “Art. 57. A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará”:

I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;

II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;

III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão;

IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

emissão, implica em grande custo burocrático. Soma-se a isto que tal instituto fica restrito ao âmbito das sociedades anônimas (MICHILIS, 2021, p. 46).

2.5 *Contrato de mútuo conversível em participação societária*

O mútuo conversível origina-se das chamadas *convertible notes* americanas, cuja utilização é massiva no mercado de investimentos norte-americano, e que se assemelham às debêntures conversíveis. Conforme explicam Giulliano Tozz Coelho e Luiz Gustavo Garrido (2016, p. 121):

O mútuo conversível, pode-se dizer, é uma tropicalização das *convertible notes* norte-americanas, as quais representam a constituição de uma dívida da empresa investida para com o investidor a qual poderá ser convertida em participação em societária previamente estabelecida mediante um evento de liquidez [...].

Se no Brasil já existe a figura da debênture conversível que configura um instrumento de dívida para o financiamento de empresas, por qual necessidade criou-se um novo instrumento para finalidade similar? Pois bem, como dito anteriormente, a legislação brasileira restringe a emissão das debêntures às sociedades anônimas, além de envolver um enorme custo burocrático que pode prejudicar a *startup*. Por conta disso, e com o objetivo de democratizar o uso do instrumento de dívida, houve a criação do mútuo conversível em participação societária (NYBO; OLIVEIRA, 2021, pp. 114-115).

O contrato de mútuo conversível em participação societária conserva uma natureza híbrida de empréstimo e investimento, formalizado por meio de um contrato de mútuo²⁶, no qual concede ao investidor a opção de, em troca de reaver o valor investido/emprestado corrigido, angariar uma participação na *startup*, objeto do investimento/empréstimo (REIS, 2022, p. 104).

Assim, a estrutura dessa modalidade de contrato pode ser esboçada da seguinte maneira: O investidor (mutuante) empresta determinada quantia para a *startup* (mutuária), fixando os juros e correção monetária²⁷ devidos, bem como as “hipóteses em que o investidor

²⁶ Nos termos do artigo 586 do Código Civil Brasileiro, “mútuo é o empréstimo de coisa fungível”.

²⁷ O professor, advogado e investidor Saulo Michiles esclarece que: “Normalmente, as startups não conseguem obter crédito no mercado tradicional e, ainda que conseguissem, os juros seriam exorbitantes. Assim, os juros mais baixos cobrados nestes contratos, podem ser compensados por uma participação societária para o investidor, como forma de remunerá-lo pelo risco que tomou, tendo a

poderá optar por substituir a obrigação da sociedade em quitar o mútuo com dinheiro pela conversão do seu crédito em uma fatia de participação societária no empreendimento.” (REIS, 2022, p. 105)

Sob o prisma do investidor, o mútuo conversível se apresenta como uma boa oportunidade de não o expor, em princípio, ao risco de participar do capital social da empresa sobre a qual se investiu, assegurando-lhe, então, a segurança jurídica esperada. Já sob o ângulo do empreendedor, essa espécie de contrato permite a obtenção de recursos menos onerosa do que aquela obtida em uma instituição de crédito, uma vez que o investidor aposta na valorização futura da *startup*. (OIOLI; ROBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 144). Dessarte, pode-se dizer que a “versatilidade” é um dos trunfos deste tipo de contrato (MICHILIS, 2021, p. 48).

A estratégia subjacente ao uso do mútuo conversível reside no fato de que o investidor não é sócio da *startup* financiada, apenas seu credor, e, por figurar como credor de uma dívida e não integrar o quadro societário do empreendimento, seu patrimônio não pode vir a ser responsabilizado por eventuais dívidas. Além de que, em caso de insucesso do negócio, o investidor tem direito à restituição do seu crédito (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p.106). Acrescenta-se que, como credor, o investidor não terá direitos que são exclusivos dos sócios, como, por exemplo, ingerência nas decisões e administração do negócio (REIS, 2022, p. 107).

Cumprе destacar ainda que, como salientado, os custos envolvidos na criação e manutenção de uma sociedade por ações são elevados para *startups* que estão no começo de suas atividades. Por essa razão, é comum que o empreendedor opte inicialmente pela sociedade limitada. Ocorre que, no momento da formalização do contrato de mútuo conversível, o investidor mutuante exige a inserção de uma cláusula que preveja – caso o empreendimento esteja constituído sob a forma de sociedade limitada –, sua transformação em sociedade anônima no instante da conversão da dívida em participação societária, a fim de otimizar os custos tributários (REIS, 2022, pp. 108-109).

possibilidade de ver seu capital ser multiplicado diversas vezes com a valorização exponencial da startups e, conseqüentemente, de sua participação societária.” (2021, p. 49)

Isso porque, ao passo que, nas sociedades limitadas o ganho de capital (ágio) é tributado, o mesmo não ocorre no contexto das sociedades anônimas.²⁸ Conforme ensinamento de Edgar Vidigal Andrade dos Reis (2022, p. 109):

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 interpretado 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.

Em conclusão, o contrato de mútuo conversível em participação societária é o instrumento mais empregado para formalizar a relação entre o investidor e a *startup*, principalmente quando se trata do investidor-anjo, tendo em vista a maior proteção dada ao investidor, a ausência de custos para sua emissão e maiores formalidades como: registro em cartório ou qualquer órgão público. Contudo, não se trata de um contrato simples, longe disso, é extremamente complexo, pois haverá de refletir em todas as nuances do negócio (MICHILIS, 2021, p. 49).

2.6 *Sociedade em Conta de Participação (SCP)*

A sociedade em conta de participação (SCP) é uma sociedade desprovida de personalidade jurídica, denominação social e autonomia patrimonial, regulamentada pelo Código Civil, nos artigos 991 e 994, a doutrina não a reconhece como uma sociedade propriamente dita, mas, como um contrato de participação nos lucros de uma empresa (BRASIL, 2022).

Além de não ter personalidade jurídica, a SCP possui uma grande particularidade: ela é estruturada para que apenas o sócio ostensivo se torne responsável pelo exercício da atividade empreendedora, ao passo que o sócio oculto ou participante contribua com o aporte financeiro necessário (MICHILIS, 2021, pp. 65-67). Nesse sentido, ela representa uma

²⁸ Art. 520. “Não serão computadas, para fins de determinação do lucro real, as importâncias creditadas a reservas de capital que o contribuinte, com a forma de companhia, receber dos subscritores de 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; [...]”

alternativa para o investidor que não deseja se associar ao negócio e, assim, vir a ser responsabilizado solidariamente pelas obrigações assumidas pelo sócio ostensivo.²⁹

Em razão dessas peculiaridades, tal instrumento vinha sendo utilizado no mercado brasileiro, principalmente por alguns investidores-anjo para o financiamento de *startups*, provocando a ratificação da SPC como um dos instrumentos de investimento em inovação pelo poder legiferante no Marco Legal das *Startups*.

Art. 5º. [...]; V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;

Cabe ainda considerar que o investidor, sócio oculto ou participante, é proibido por lei de participar ativamente das atividades do empreendimento,³⁰ como também de tomar partido nas relações negociais ou interferir nas decisões administrativas da *startup*, sob pena de desfigurar a própria natureza da SCP e, por consequência, colocar seu patrimônio em risco.³¹

2.7 Contrato de participação – Investidor-anjo

Com o desígnio de regulamentar o investimento-anjo no Brasil, em 2016, foi promulgada a Lei do investidor-anjo³² que trouxe em sua matéria o chamado contrato de participação, a ser utilizado por tais investidores quando manifestassem interesse no financiamento de *startups*. Entretanto, a legislação não se adequou ao mercado de investimento e a lógica de funcionamento das *startups*. Por conta disso, seu aproveitamento tornou-se inútil.

²⁹ (Decreto-Lei nº 2.303, de 21 de novembro de 1986): “Art 7º Equiparam-se a pessoas jurídicas, para os efeitos da legislação do imposto de renda, as sociedades em conta de participação. Parágrafo único. Na apuração dos resultados dessas sociedades, assim como na tributação dos lucros apurados e dos distribuídos, serão observadas as normas aplicáveis às demais pessoas jurídicas.”

³⁰ 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.

³¹ Art. 8º O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar: I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

³² A Lei Complementar 155 de 2016, a chamada “Lei do Investidor-anjo”, apresentou alterações à Lei Complementar 123, regulamentando o contrato de participação.

O Marco legal das *startups*, com o propósito de aprimorar e ajustar essa lei ao mercado brasileiro, trouxe em seu artigo 5º, inciso VI, o contrato de participação como um dos instrumentos de inovação.

Art. 5º. [...]; VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006.

Em um primeiro momento, faz-se necessário apontar que o contrato de participação ou contrato de investimento-anjo, busca incentivar a inovação em microempresa ou empresa de pequeno porte, sendo que o valor injetado não integrará o capital social da empresa investida,³³ cujo investimento terá prazo máximo de sete anos,³⁴ realizado por pessoa física, jurídica, ou fundo de investimento, denominado investidor-anjo,³⁵ o qual não é considerado sócio e não responde pelas dívidas da empresa, bem como não terá direito à ingerência na sua administração, exceto em caráter consultivo.³⁶ O investidor será remunerado por seus aportes,³⁷ de forma periódica ou com a previsão de possibilidade de conversão do aporte de capital em participação societária. Ele tem direito de resgate do seu capital após, no mínimo, dois anos da concretização do aporte, corrigido por índice estabelecido em contrato.³⁸

Mesmo diante da tentativa de modernização do contrato de participação, tal modalidade de acordo de vontades permaneceu rígido e extremamente burocrático, de modo que foi “jogado para escanteio” pelos investidores. A dupla tributação incidente sobre essa espécie de contrato – tanto na remuneração pelo aporte quanto no resgate de capital –

³³ 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.

³⁴ § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

³⁵ § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

³⁶ § 4º O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

³⁷ III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

³⁸ § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

configura outra desvantagem na sua utilização, uma vez que foi regulamentado pelo Ministério da fazenda,³⁹ nos mesmos moldes de um fundo de investimento em renda fixa.⁴⁰

3 PRINCIPAIS CLÁUSULAS DE CONTRATOS DE INVESTIMENTO

Existem determinadas cláusulas contratuais que estão presentes na maioria dos investimentos, em razão de sua importância para proporcionar segurança jurídica, tanto aos investidores, quanto aos empreendedores. Tais cláusulas podem ser empregadas nos diversos instrumentos de investimento, assim como em acordo de sócios,⁴¹ com o fito de alinhar os interesses dos sócios.

3.1 *Direito de preferência*

A cláusula a respeito do direito de preferência “confere aos sócios a preferência para aquisição de participação detida por determinado sócio que tenha recebido proposta de terceiros, pelos mesmos termos e condições constantes de referida proposta” (RODRIGUES, 2019, p. 45). Assim, caso determinado sócio da *startup* tenha recebido uma proposta satisfatória ou aproveitando um evento de liquidez (*exit*) para vender suas quotas/ações, os demais sócios, caso manifestem interesse, possuem direito de preferência de comprar a participação daquele, nos mesmos termos e condições da oferta do terceiro interessado.

3.2 *Não concorrência (non-compete) e Acordo de confidencialidade (non-disclosure agreement)*

³⁹ § 10º O ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido.

⁴⁰ Art. 5º Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas: § 2º Entende-se como rendimento para fins de aplicação do disposto neste artigo: I - a remuneração periódica a que faz jus o investidor-anjo, correspondente aos resultados distribuídos de que trata o art. 2º; e II - o ganho no resgate do aporte de que trata o art. 4º.

⁴¹ “O acordo de sócios (seja de quotistas, no caso das sociedades limitadas, seja de acionistas, no caso das sociedades anônimas) é chamado de acordo parassocial, por ser um instrumento utilizado para a composição de interesses das partes signatárias, na qualidade de sócios da determinada sociedade, sem, contudo, ter o poder de modificar a estrutura e o funcionamento desta. Nas *startups*, os acordos de sócios têm papel fundamental para refletir as premissas acordadas entre sócios fundadores [...]. As matérias tratadas nos acordos de sócios não apenas resguardam interesses individuais de cada um dos sócios signatários como também tratam de questões que tentam assegurar a perenidade do negócio, ao dispor sobre as regras para soluções de potenciais conflitos e situações que, na ausência de uma regra pré-estabelecida, poderiam se tornar intransponíveis e resultar na extinção da sociedade.” (RODRIGUES, 2019, pp. 42-43)

No curso da operação de uma *startup*, é normal que algumas pessoas (fundador, colaboradores, sócios e parceiros comerciais) detenham informações sensíveis e privilegiadas acerca do seu *modus operandi*. Em razão disso, a cláusula de confidencialidade tem como função preservar informações estratégicas e sigilosas, impedindo que estas sejam tornadas públicas e utilizadas por concorrentes (REIS, 2022, p. 140).

Para atribuir força ao acordo de confidencialidade, é necessário que se preveja sanções para o caso de descumprimento, principalmente as de natureza pecuniária, a fim de que se garanta o devido “ressarcimento pelas perdas e danos imputados à parte inocente”. No mais, deve-se elencar no acordo quais informações são sigilosas e quais não o são, atestando clareza ao contrato (REIS, 2022, p. 140-141).

Além do mais, conflitos entre sócios e colaboradores fazem parte do ambiente empresarial. Nessa esteira, a saída de sócios e/ou colaboradores da *startup* motivada pelos conflitos mencionados, é uma realidade patente. Neste momento, torna-se indispensável proteger suas informações fundamentais, uma vez que, no momento de debandada, tais informações podem ser usadas contra o próprio empreendimento. É nesse contexto que a cláusula de não concorrência (*non-compete*) é utilizada em contratos, para obstar a insegurança quanto à perpetuação funcional da *startup* no mercado (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 66).

Portanto, o *non-compete* objetiva inibir que, direta ou indiretamente, sócios ou colaboradores que deixaram o negócio, utilizem seus dados estratégicos e vitais em outras atividades que visem competir com ele.

Uma outra hipótese justifica a serventia desta cláusula: impedir a participação dos sócios ou colaboradores da *startup* em atividades não relacionadas a ela, mas que podem, de alguma forma, funcionar como uma espécie de concorrência (REIS, 2022, p. 136).

Para que a cláusula de *non-compete* não venha a ser taxada de abusiva, e logo seja invalidada judicialmente, deve-se estabelecer de forma clara a descrição do segmento da atividade proibida (por exemplo: setor financeiro), o período de vigor da não concorrência e o limite geográfico de restrição à concorrência (por exemplo: na região sudeste ou em todo mercado brasileiro) (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 66).

Por fim, em caso de descumprimento da referida cláusula, fixa-se uma penalidade, de cunho pecuniário na maioria das vezes, para impossibilitar que isto se concretize e coloque em cheque o futuro da *startup*.

3.3 Não aliciamento/solicitação (*non-solicitation*)

A cláusula do não aliciamento pretende barrar o aliciamento de colaboradores estratégicos de uma *startup*. Devido à exigência de mão de obra qualificada para o desenvolvimento de serviços que envolvem elevada *expertise* profissional, o capital humano tornou-se profundamente valioso no âmbito das *startups*. Nesse contexto, essa cláusula visa proteger os talentos da *startup* da atração de terceiros que de alguma maneira estão envolvidos com o empreendimento (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 67).

3.4 *Tag along e Drag along*

As cláusulas de *tag along* e de *drag along* são figuras certas nos contratos de investimento, pois, asseguram direitos, tanto ao investidor, quanto aos empreendedores. Ambas tratam do direito de venda conjunta da participação societária que um sócio detém na *startup*. Porém, o *tag along* vai proteger o sócio ou acionista minoritário (no caso das *startups* é o investidor), e o *drag along* é um direito concedido ao sócio ou acionista controlador (fundador da *startup*) (NYBO; OLIVEIRA, 2021, pp. 60-61).

O sócio ou acionista controlador é aquele que tem a maior parte da participação societária da *startup*. Por isso, pode-se dizer que ele possui controle sobre as decisões⁴² da empresa. Já o sócio ou acionista minoritário, em contrapartida, além de ter uma pequena participação societária no negócio, pouco interfere no seu direcionamento. Seu ingresso na *startup* está balizado na confiança depositada no sócio ou acionista controlador para definir as melhores estratégias de crescimento (NYBO; OLIVEIRA, 2021, p. 61).

Caso o controlador manifeste o desejo de alienar sua participação societária para terceiros, talvez para o minoritário não faça sentido permanecer no negócio, dado que o “capitão” abandonou o navio.

Ante o exposto, a cláusula de *tag along*, se tratando das *startups*, confere ao investidor enquanto sócio ou acionista minoritário, o direito de negociar a venda de sua participação na sociedade para o mesmo comprador da participação societária do sócio controlador, nas mesmas condições. Em que pese o adquirente não ser parte do acordo, a efetivação da operação de compra e venda, deverá levar em consideração a referida cláusula,

⁴² “Vale lembrar que quando se fala da capacidade de um sócio ou acionista em orientar o rumo das tomadas de decisão sobre a empresa, essa tomada de decisão é realizada no ambiente de decisão dos sócios ou acionistas.”

sob pena do promitente vendedor ficar impossibilitado de alienar a sua participação (RODRIGUES, 2019, p. 46).

O investidor exige a inclusão do *tag along* no contrato justamente para proteger-se de uma eventual troca na titularidade do controle societário da *startup*, pois, como enfatizado, o investimento guarda íntima relação com a figura do empreendedor que está na dianteira do negócio. Então, diante dos riscos advindos com a mudança de rota da *startup*, em razão de uma troca de controle, o investidor escolhe, em conjunto com o fundador, vender a sua participação na sociedade (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 125)

O *drag along*, no que lhe concerne, consiste no direito assegurado ao fundador, enquanto sócio controlador, de exigir que todos os sócios minoritários vendam as suas participações na sociedade em conjunto com ele para um terceiro adquirente. Portanto, essa cláusula beneficia o fundador porque facilita a venda da sua participação caso algum comprador exteriorize o desejo de adquirir a *startup* integralmente, sem interesse na manutenção dos sócios minoritários no seu quadro societário. Para tanto, a venda se condiciona ao pagamento de um preço mínimo e justo para fins de proteção da participação do investidor no negócio (RODRIGUES, 2019, p. 47).

Assim, conclui-se que o *tag along* representa um direito de venda conjunta, à medida que o *drag along* retrata uma obrigação de venda.

4 QUAL A IMPORTÂNCIA DO MARCO LEGAL DAS STARTUPS NO CONTEXTO BRASILEIRO?

Após abordar, sem qualquer pretensão de esgotar a temática, os instrumentos indicados no Marco para financiamento de *startups*, pretende-se agora responder ao questionamento levantado na introdução deste trabalho: *Qual a importância do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador no contexto brasileiro?*

4.1 Segurança Jurídica

Embora, ao longo do trabalho, a expressão *segurança jurídica* tenha sido utilizada diversas vezes, em momento algum debruçou-se acerca do seu significado e importância para o contexto das *startups* e dos atores envolvidos nesse segmento.

As *startups* só podem desenvolver-se em um ambiente que privilegie a segurança jurídica. Se o risco operacional já é uma característica intrínseca a tais empreendimentos, o

apelo à informalidade, à imprevisibilidade e à instabilidade praticamente sepulta qualquer chance de desenvolvimento de um espaço empresarial saudável.

Em contrapartida, a segurança jurídica⁴³ significa ordem, estabilidade, transparência, clareza e confiança nas condições e regras do jogo. Para Francisco Amaral (2018, p. 67, grifo nosso):

A segurança jurídica [...], apresenta-se tanto como uma **segurança de orientação**, que se refere ao conhecimento que os destinatários têm das respectivas normas de direito, como também uma **segurança de realização, ou confiança na ordem**, que é a certeza do exercício de direitos e do cumprimento de deveres. Significa, portanto, a possibilidade de cada um compreender o que é e o que não é lícito, podendo, conseqüentemente, regular seus atos e seu comportamento.

A partir da definição proposta, pode-se concluir que a segurança jurídica exprime o aspecto objetivo da estabilidade das relações jurídicas e o aspecto subjetivo da proteção à confiança. A confiança é o ponto de partida para qualquer negócio, visto que possibilita benefícios mútuos para empreendedores e investidores que acreditam que todos os atos acordados, com base em comportamentos lícitos e na boa-fé, serão mantidos e respeitados.

Os efeitos da desconfiança recaem sobre o ambiente de desenvolvimento da atividade econômica: provoca a redução de investimentos em *startups* (sem capital não existem *startups*), dificulta o acesso ao crédito, desincentiva empreendedores e obsta a inovação. O mercado de *startups* só pode se tornar atrativo para investimentos, quando houver clareza acerca das conseqüências de violação de direitos, sobretudo, na seara contratual.

Nessa toada, a existência de regras claras que exprimem ordem e previsibilidade orienta o comportamento e a atuação de agentes que poderão prever ou antever, por exemplo, o ônus e o bônus da utilização de determinado instrumento contratual. “As partes sabem que, estabelecido o vínculo do acordo, as vontades devem orientar-se segundo um princípio geral, mais forte e mais constante do que os mutáveis interesses individuais” (FORGIONI, 2019, p. 119).

⁴³ Para José Afonso da Silva, "a segurança jurídica consiste no conjunto de condições que tornam possível às pessoas o conhecimento antecipado e reflexivo das conseqüências diretas de seus atos e de seus fatos à luz da liberdade reconhecida. Uma importante condição da segurança jurídica está na relativa certeza que os indivíduos têm de que as relações realizadas sob o império de uma norma devem perdurar ainda quando tal norma seja substituída" (SILVA, 2006, p. 133).

O empreendedor que, no momento de constituição da *startup*, negligenciar as regras jurídicas, também está negligenciando o futuro do empreendimento. O escopo da legislação é tão somente dar proteção à *startup* e ao investidor. O investidor, no momento do aporte de recursos, além de analisar o seu potencial de sucesso, procura também por uma empresa que esteja organizada e estruturada juridicamente e que logo ofereça segurança jurídica para o investimento (RODRIGUES, 2019, p. 23). Nesse sentido, é possível alinhar interesses, proteger o patrimônio do investidor e estabelecer, em caso de conversão do investimento em participação societária, o percentual de participação do investidor e as condições de saída do investimento.

Toda relação pautada pela informalidade e pela marginalização de aspectos jurídicos, inviabiliza a perenidade do negócio e, principalmente, ensejará em conflitos societários e, conseqüentemente, o poder jurisdicional será provocado para por fim ao litígio.

4.2 *Blindagem do investidor*

A ausência de segurança jurídica gera um ambiente hostil e imprevisível. O investidor que se vê ameaçado, em razão da má gestão do negócio, pode vir a responder solidariamente pelo passivo assumido. Em um cenário de insegurança, impera o caos!

Foi com o objetivo de estabilizar as relações privadas no âmbito das *startups* que a Lei Complementar n. 182/2021 trouxe expressamente regras para balizar e blindar a atuação do investidor.

Nessa sentido, o investidor que aportar recursos na *startup* mediante algum dos instrumentos – aqueles estudados anteriormente, previstos no art. 5º do MLS – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive se estiver em recuperação judicial⁴⁴ (art. 8º, I e II).

A proteção imputada ao investidor não vai existir em casos de dolo, fraude ou simulação⁴⁵. Para fins cíveis, o dolo corresponde a ludibriar terceiro, induzindo-o a erro. A

⁴⁴ Art. 8º. O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar:

I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial,

⁴⁵ Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico:

[...];

II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

fraude corresponde a alteração da verdade com a finalidade de enganar a outrem. Por fim, a simulação consiste na fraude para criar um negócio jurídico simulado, falseado pelas partes (CARVALHO, 2021, p. 49).

Diante de alguma destas hipóteses, o investidor poderá ser responsabilizado judicialmente pelas dívidas da empresa. Ou seja, o seu patrimônio pessoal será confundido com o patrimônio da pessoa jurídica. Identifica-se, esse evento, como o ato de desconsiderar a personalidade jurídica (MICHILIS, 2021, p. 79).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O progresso científico e tecnológico iniciado no século XX elevou ao topo da economia global as *startups*. Em razão de suas características únicas, a propagação dessa nova categoria de empresas só foi possível a partir da chegada dos investidores de risco no mercado. Tal processo deu-se Inicialmente no Vale do Silício, na região localizada nos Estados Unidos, para posteriormente expandirem-se por todo mundo, graças ao ritmo acelerado de desenvolvimento das tecnologias, principalmente no campo da informática (MORRIS; PENIDO, 2014, pp. 3-5).

À vista disso, as *startup* estão em destaque no cenário global, haja visto que são as responsáveis pelo desenvolvimento de produtos e serviços que revolucionaram os padrões sociais. *Apple, Amazon, Google e Facebook* são exemplos de empresas estabelecidas que iniciaram suas atividades como *startups* e estão na vanguarda das mudanças vislumbradas no bojo da sociedade brasileira (REIS, 2022, p. 25).

Em consideração aos inúmeros casos de sucesso das *startups* e pela crescente quantidade de investidores, os empreendedores brasileiros foram seduzidos por esse novo modelo de negócio. Em solo brasileiro já existem *startups* avaliadas em 1 bilhão de dólares: PagSeguro, Stone, Loggi, QuintoAndar, Ebanx, Wildlife Studios, Vtex etc.

Uma vez que as *startups* são fundadas com o objetivo de crescer rapidamente, o seu desenvolvimento pressupõe um ciclo de vida bem curto. Para cada estágio da *startup* é possível conceber uma modalidade de investidor mais próprio para ajudá-la a colocar seu produto no mercado, ou a expandir suas atividades. Quanto mais avançado for seu estágio, maior será a quantidade de recursos que deverão ser aportados no empreendimento (REIS, 2022, pp. 26-27).

Acrecenta-se a existência de organizações de auxílio aos empreendedores, quais sejam: incubadoras e aceleradoras. Ambas se propõem a contornar possíveis deficiências na administração do negócio, bem como possibilitar a conexão da *startup* com potenciais investidores.

Fato é que as redes de investidores, os fundos de investimento e as organizações de auxílio são partes do ecossistema dinâmico das *startups*, tendo em vista que as instituições tradicionais de crédito não oferecem apoio a tais empresas, por causa de suas singularidades. Além do aspecto monetário, a contribuição intelectual e estratégica na gestão do negócio são

primordiais para o seu sucesso. O objetivo do investidor é obter vultoso retorno financeiro a partir dos valores injetados na atividade financiada.

Por consequência do dinamismo e peculiaridades destes empreendimentos, o Direito pátrio, precipuamente no que se refere ao direito contratual e o direito societário, se esforça para aperfeiçoar seu modelo legal, com a finalidade de abrigar e incentivar a inovação, aprimorando dessa forma o ambiente de negócios brasileiro. Nesse contexto, foi instituído o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador que definiu as *startups*, bem como trouxe os instrumentos contratuais de investimento em inovação.

Isso porque, a relevância das *startups* na economia brasileira provocou o crescimento das relações jurídicas entre empreendedores e os múltiplos investidores inseridos nesse cenário, justificando uma análise mais acurada dos contratos de financiamento de *startups*, haja visto que os empreendedores de *startups* geralmente têm dificuldade de entender os seus meandros. E, marginalizar os aspectos jurídicos na formalização do negócio, inibe qualquer chance de sua expansão, na medida em que reina um cenário de insegurança para os investidores.

Foi visto que os investimentos podem ser formalizados através das seguintes opções: contrato de opção de subscrição e opção de compra em participação societária, debêntures conversíveis, contrato de mútuo conversível e sociedade em conta de participação (SCP). Como o investidor muitas vezes não deseja, no início da operação da *startup*, tornar-se seu sócio para evitar a exposição do seu patrimônio, o contrato de mútuo conversível é a opção que tornou-se mais acessível e utilizada no mercado brasileiro.

Para além disso, verifica-se que determinadas cláusulas contratuais que se fazem presentes na grande maioria dos contratos de investimentos, com a finalidade de alinhar os direitos e deveres dos sócios e, precipuamente, oferecer segurança jurídica, estabilidade e previsibilidade para a relação.

Diante do exposto, este trabalho que, originalmente se propôs analisar o contexto histórico da origem das *startups* e do *venture capital*, no Vale do Silício, e como uma região agrícola e até então desconhecida, tornou-se o principal polo tecnológico do planeta, parindo aquelas empresas que desafiaram a lógica operacional das empresas tradicionais e da economia global, chega à conclusão que isso somente se tornou possível, em razão do apoio fornecido por investidores privados que, admirados com o potencial de escala das *startups*,

arriscaram seus recursos em empreendimentos arriscados, mas que poderiam proporcionar a multiplicação dos valores investidos.

Ademais, conclui-se que as *startups* são uma realidade que não tem volta. O potencial econômico de tais modelos de negócio ensejou o estímulo legislativo à inovação tecnológica como vetor do desenvolvimento econômico. A partir de distintos instrumentos contratuais, os agentes econômicos transacionam e garantem estabilidade, previsibilidade e confiança para as relações jurídicas. Afinal, a inovação exige segurança jurídica. Os investidores exigem segurança jurídica, pois não desejam assumir responsabilidades tomadas pelos empreendedores.

Portanto, o direito é a condição elementar de toda e qualquer *startup*. É o meio indispensável para o seu nascimento e para sua morte. É a força que permite o acordo de vontades e as consequências de sua violação. Os investimentos somente impulsionarão o crescimento das *startups* se houver formas de obrigar as partes a honrarem com suas obrigações. Materializar o direito nas relações privadas é garantir a existência da *startup* como a atividade econômica e de um ecossistema empreendedor sólido e frutífero. O Brasil está na direção correta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; KPMG. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil: 2011 a 2017.** 2018.

AMARAL, Francisco. **Direito civil: introdução.** 10. ed. Revista e modificada – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

AZEVEDO, Júlio César da Rocha Germano de. Inovação, startups e o direito. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). **Direito das startups.** Curitiba: Juruá, 2016.

BARROSO, Luís Roberto. **Sem data vênua: um olhar sobre o Brasil e o mundo.** 1. ed. Rio de Janeiro: Historia Real, 2020.

BENVENUTTI, Maurício. **Incansáveis: como empreendedores de garagem engolem tradicionais corporações e criam oportunidades transformadoras.** São Paulo: Editora Gente, 2016.

BRASIL, Lei n. 6.385, de 7 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, 7 de dezembro de 1976.

BRASIL, Lei n. 6.385, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da república**, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976.

BRASIL, Lei Complementar n.182, de 1 de junho de 2021. Institui o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador; e altera a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. **Palácio do Planalto Presidência da república**, Brasília, DF, 1 jun. 2021.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976.

BRASIL, Decreto n. 9.580, de 22 de novembro de 2018. Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. **Palácio do Planalto Presidência da república**. Brasília, DF, 26 de março de 1999.

BRASIL, Lei Complementar n. 182, de 24 de abril de 2021. Dispõe sobre a Empresa Simples de Crédito (ESC) e altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (Lei do Simples Nacional), para regulamentar a ESC e instituir o Inova Simples. **Palácio do Planalto Presidência da república**, Brasília, DF, 24 abril de 2021.

Brasil, Lei Complementar n. 182, de 27 de outubro de 2022. Altera a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis n. 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991. **Palácio do Planalto Presidência da república**, Brasília, DF, 27 de outubro de 2022.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de Recursos por Startups**. 2ª. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

CARVALHO, Rodrigo Cesar Picon de. **Marco Legal das Startups: resumo, críticas e breves comentários dos artigos**. 1. ed. São Paulo: Rideel, 2021.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erick Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. 1ª. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2018.

FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica da Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI, 2016.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GOODWIN, Tom. **The battle is for the interface with the client**. Techcrunch, 3 mar. 2015.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. 1ª. ed. São Paulo: Juruá Editora, 2016. v. I.

KEPLER, João. **Smart money: a arte de atrair investidores e dinheiro inteligente para seu negócio**. 4ª. ed. São Paulo: Editora Gente, 2018.

MALLABY, Sebastian. **A lei de potência: capital de risco e a criação do novo futuro**. 1ª. ed. Rio de Janeiro. Intrínseca, 2022.

MICHILES, Saulo. **Marco Legal das Startups: um guia para advogados, empreendedores e investidores**. São Paulo: Editora JusPodivm, 2021.

MOREIRA FILHO, Aristóteles. **“O Conceito de Inovação tecnológica na Lei do Bem: uma Contextualização da Taxonomia da Inovação”**. Revista Direito Tributário Atual, n.º 30, São Paulo: Dialética, 2014.

MORRIS, Rhett; PENIDO, Mariana. **Como o Vale do Silício se tornou o Vale do Silício? Três surpreendentes lições para outras cidades e regiões**. Endeavor Insight. Jul. 2014.

NYBO, Erick Fontenele; OLIVEIRA, Renata. **Startups: o que você precisa saber e o que nunca te contaram**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. 2ª. ed. São Paulo, SP: Almedina, 2022.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta: como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos**. Rio de Janeiro: Sextante, 2019.

RODRIGUES, Amanda Visentini. Aspectos Societários da Constituição da startup. In: OIOLI (coord.) **Manual de direito para startups**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

SANTA CRUZ, André. **Manual de Direito Empresarial – Volume Único**. 11. ed. Salvador: Editora JusPodivm, 2021.

SCHWAB, Klaus. **A quarta revolução industrial**. São Paulo: Edipro, 2016.

SILVA, José Afonso da. **Comentário Contextual à Constituição**. São Paulo: Malheiros, 2006.

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