



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO**  
**CURSO DE DIREITO**

**JOSÉ LUIZ MARTINS DOS SANTOS**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**  
**COMO INSTRUMENTO DE MITIGAÇÃO DE RISCO PARA INVESTIMENTO**  
**EM *STARTUPS* EM ESTÁGIO INICIAL**

**FORTALEZA**

**2022**

**JOSÉ LUIZ MARTINS DOS SANTOS**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO  
SOCIETÁRIA COMO INSTRUMENTO DE MITIGAÇÃO DE RISCO PARA  
INVESTIMENTO EM *STARTUPS* EM ESTÁGIO INICIAL**

Monografia apresentada ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Felipe Lima Gomes

**FORTALEZA  
2022.**

**JOSÉ LUIZ MARTINS DOS SANTOS**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO  
SOCIETÁRIA COMO INSTRUMENTO DE MITIGAÇÃO DE RISCO PARA  
INVESTIMENTO EM *STARTUPS* EM ESTÁGIO INICIAL**

Monografia apresentada ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em 29/06/2022

**BANCA EXAMINADORA**

Prof. Dr. Felipe Lima Gomes (Orientador)

Universidade Federal do Ceará - Departamento de Direito Privado

Prof. Francisco Edilson Teixeira Neto

Universidade Federal do Ceará - Mestrando

Prof. Eric de Moraes e Dantas

Universidade Federal do Ceará - Doutorando

A minha avó, Clotilde.

## AGRADECIMENTOS

Quero, primeira e sinceramente, agradecer a Deus. Não por protocolo, não como a uma entidade. Mas, sim, como o Pai e Amigo que trilhou toda essa jornada comigo. Fiel é a Sua promessa: “O Senhor te guiará continuamente” (Isaías 58:11).

Agradeço aos meus pais, Aldo e Clotilde Filha, que me apoiaram incondicionalmente, que fizeram de mim o seu maior investimento e que, mesmo na ausência de formação acadêmica, ensinaram-me as mais valiosas lições. Eu amo vocês.

Agradeço ao meu irmão, Luiz Eduardo, pela sintonia única que compartilhamos e por se esforçar para estar sempre presente, ainda que do outro lado do mundo.

Agradeço a toda minha família em nome de minha querida avó, Clotilde, que, por seu exemplo como professora e pessoa, inspirou-me a seguir o caminho dos livros e nunca mais parar. Minha humilde retribuição é ser o seu neto advogado.

Agradeço à Marciana de Oliveira Santana e à Dra. Maria José Feitosa, em igual medida, pela estrutura que me proporcionaram durante todos esses anos. Sem elas, seria muito mais difícil.

Agradeço ao meu orientador, Professor Felipe Assolan, pela solicitude desde o primeiro dia, mas, ainda mais, pela longa paciência que teve em me esperar concluir este trabalho. Com igual gratidão, agradeço à Faculdade de Direito da UFC, minha *alma mater*, o lugar onde sempre me senti pertencente e que para sempre lembrarei com carinho. *Virtus Vnitas Fortior*.

Agradeço imensamente a todos os projetos de extensão da FD-UFC, por me formarem de modo ainda mais intenso do que a sala de aula e por me darem tantos amigos verdadeiros. Obrigado EJUDI, SONU, NIDIL, Sociedade de Debates, Sociedade Acadêmica Fran Martins e o meu xodó, que vi nascer, Liga de Arbitragem.

Agradeço à Urbis, minha empresa, por acolher todos os meus sonhos e por me desafiar ininterruptamente a ser melhor. Obrigado, Lucas Barreto e Pedro Lazar, por me trazerem para essa empreitada. Obrigado, Igor Paulino e Felipe Alves, pela lida diária, por acreditarem em mim como eu acredito em vocês. Obrigado a todos os nossos colaboradores, clientes e parceiros por serem a nossa #xama.

Por fim e mais significativamente, agradeço a turma de Direito UFC 2015.2.

Nossa jornada foi singular, e eu faria tudo novamente.

Obrigado, FADIR, por ter me trazido Lara Luna, meu amor por toda a vida.

“If you’re afraid to fail in a startup, you’re destined to do so.” (BLANK & DORF, 2012, p.33)

## RESUMO

A crescente digitalização da economia origina uma nova geração de empresas de tecnologia que apresentam crescimento exponencial. Essas empresas, também chamadas *startups*, tendem a romper a lógica de mercados tradicionais, ameaçar empresas bem estabelecidas e alcançar vantajosas margens de lucro no longo prazo, e, por isso, atraem a atenção de diversos capitalistas de risco. Para expandir aceleradamente seus negócios, *startups* necessitam de fontes alternativas de financiamento, que, por sua vez, demandam instrumentos jurídicos mais flexíveis e versáteis que aqueles que operam financiamentos tradicionais. Dentre os principais meios jurídicos de viabilizar investimentos em *startups*, este trabalho tem o objetivo de analisar I) a opção de compra de participação societária; II) o contrato de mútuo conversível; e III) o contrato de participação (Lei complementar nº 155/2016). A pesquisa, utilizando-se de método exploratório e qualitativo, visa definir cada instrumento, delineando os diferentes impactos que terão para o financiamento das *startups*. Ademais, analisa a natureza híbrida e complexa do contrato de mútuo conversível, demonstrando a razão de suas cláusulas mais recorrentes serem assertivas para o financiamento de projetos de risco, o que explica sua ampla adoção por investidores e empreendedores.

**Palavras-chave:** *startups*; contratos de investimento; contrato de mútuo conversível; capital de risco.

## ABSTRACT

The growing digital economy originates a new era of exponential growth tech based companies. These companies, so-called *startups*, tend to disrupt the logic of traditional markets, threaten well-established companies and achieve high profits in the long term, which attracts the attention of many venture capitalists. In order to expand their businesses, *startups* need alternative sources of funding and that demands more flexible and versatile legal instruments than those that operate traditional funding. Among the main legal instruments that make *startups* fundraising possible, this paper aims to analyze: I) equity purchase option; II) convertible debt; III) partnership agreement (complementary law n° 155/2016). This research, using an exploratory and qualitative method, defines each instrument, outlining the different impacts that they will have on *startup* fundraising. Furthermore, the paper analyzes the hybrid and complex legal nature of the convertible debt, demonstrating the reason for its most recurrent clauses being assertive for the financing of venture projects, which also explains its large adoption by investors and entrepreneurs.

**Keywords:** *startups*; investment agreements; convertible debt; venture Capital.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

- IPO - Oferta Pública Inicial de Ações- Initial Public Offering;
- ME - Micro Empresa;
- EPP - Empresa de Pequeno Porte;
- ROI - Retorno sobre investimento - Return on investment;
- AFAC - Adiantamento para aumento futuro de Capital;
- IR - Imposto de Renda
- IOF - Imposto sobre Operações Financeiras
- SCP - Sociedade em conta de Participação

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Tipos de Investidores de Risco por Estágio da Empresa

Figura 2 - Distribuição do Volume de Investimentos

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO .....	13
2.	CAPÍTULO 01. DAS <i>STARTUPS</i> E DO CENÁRIO DE INVESTIMENTOS EM <i>STARTUPS</i> NO BRASIL .....	16
	2.1. Do conceito de startup.....	17
	2.2. Do panorama das <i>startups</i> no Brasil.....	19
	2.3. Dos estágios de maturidade da <i>startup</i> e seus respectivos investimentos.....	21
	2.4. Do cenário de investimentos em <i>startups</i> no Brasil.....	25
3.	CAPÍTULO 02. DAS MODALIDADES JURÍDICAS DE INVESTIMENTOS EM <i>STARTUPS</i> .....	28
	3.1. Opção de compra de participação societária.....	29
	3.2. Mútuo conversível.....	31
	3.3. Contrato de participação.....	34
	3.4. Análise comparativa.....	36
4.	CAPÍTULO 03. DO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA.....	37
	4.1. As espécies de mútuo e os riscos que devem ser mitigados.....	37
	4.2. Cláusulas do mútuo conversível.....	40
	4.2.1. Desembolso.....	40
	4.2.2. Vencimento e vencimento antecipado.....	41
	4.2.3. Conversão.....	42
	4.2.4. Direito de preferência.....	44
	4.2.5. Outras obrigações ( <i>lockup</i> , concorrência, confidencialidade, poder de veto.....	45
	4.3. Riscos associados ao contrato de mútuo conversível em participação.....	46
5.	CONCLUSÃO.....	49
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	51

## 1 INTRODUÇÃO

O cenário de investimentos em empreendedorismo inovador demonstra estar, hoje, em seu mais forte patamar histórico. Com o advento de modelos de negócio baseados em economia compartilhada, e com o impulsionamento desses modelos pela digitalização dos consumidores, assiste-se a um crescimento relevante e consistente das chamadas *startups*.

Empresas como *iFood*, *Airbnb*, *Meta* e *Tesla* guardam entre si fortes semelhanças, como modelo de negócio inovador, base tecnológica, produtos altamente escaláveis e uma atuação em cenários mercadológicos extremamente incertos. Outro fator que une essas empresas é o grande potencial de crescimento das atividades que exploram, o que, ano após ano, atrai mais investidores para financiar o crescimento dessas *startups*.

Entretanto, pela própria natureza dual dos investimentos, que prevê uma relação entre o risco tomado e o potencial retorno associado, pode-se adiantar que financiar *startups* envolve inúmeras variáveis de incerteza a que estão expostos os investidores e os próprios empreendedores. Essas variáveis podem ser de cunho jurídico, mercadológico, operacional e outros, sendo algumas delas: legislação regulatória, concorrência de grandes empresas, aderência de mercado e conflitos societários.

Certas variáveis citadas não são de cunho específico, e, sim, geral. É dizer, podem influenciar quaisquer empresas regularmente ativas no mercado. O fato que efetivamente distancia a trajetória das *startups* das demais organizações é a velocidade exponencial a que crescem. É um cenário factível que essas novas empresas possam chegar a *valuations* (avaliações de valor de mercado) bilionários em cerca de três a sete anos de atividade.

Por outro lado, essa factibilidade decorre substancialmente da capacidade de atração de investimentos da empresa, tendo em vista que na escalada para ampliar a participação no mercado, a principal estratégia das *startups* é o chamado *cash burn* (queima de caixa). Na prática, uma estratégia de alavancagem e negativação de fluxo de caixa, com a finalidade de crescer aceleradamente em número de clientes, usuários ou até downloads, a depender da métrica-chave de cada negócio, e conquistar a liderança de um mercado específico.

Apesar dos riscos envolvidos, as *startups* também podem dar retornos vultuosos aos seus investidores, sendo natural falar em ROI (*Return on investment* ou

retorno sobre investimento) de 1.000% (mil por cento) ou mais, em alguns anos de atividade. Esses ganhos são talvez a principal razão pela qual o mercado de venture capital (capital de risco) no Brasil esteja em franco crescimento. Segundo o estudo “Inside Venture Capital Brasil” (2021, p.10), das plataformas Distrito e Private Equity Bay, de 2016 a 2019, os investimentos feitos em *startups* brasileiras saíram do patamar de US\$ 550 milhões para US\$ 2,7 bilhões. Em 2020, foram US\$ 5,2 bilhões (R\$ 29,12 bilhões).

Para financiar uma *startup*, associando-se juridicamente a ela como investidor, há, dentre vários possíveis, três instrumentos jurídicos mais relevantes: I) opção de compra de participação societária; II) contrato de mútuo conversível em participação; III) contrato de participação (Lei complementar nº 155/2016. Na primeira opção, o investidor compra o direito de adquirir futuramente participação na sociedade empresária, com condições pré-fixadas de aquisição.

Na segunda, investidores e empreendedores assinam um contrato de mútuo conversível, cujo débito adquirido poderá ser convertido em uma parcela de participação da *startup*. Por fim, há o contrato de participação, que é instrumento positivado pela norma brasileira e que mescla ferramentas societárias reconhecidas em um modelo regulamentado de contrato para investimento-anjo, tendo, contudo, menor flexibilidade negocial para as partes.

Dentre os três tipos de contrato, o modelo de mútuo conversível em ações vem sendo consagrado pela prática negocial, em virtude grau de flexibilidade e detalhamento que pode ser negociado, e, conseqüentemente, pela significativa diluição de risco que propicia a ambas as partes.

Cada uma dessas modalidades de investir em *startups* apresenta aspectos positivos e negativos, tanto do ponto de vista operacional quanto jurídico. Para determinar a melhor forma de financiar uma operação, analisa-se o estágio de maturidade do modelo de negócio, a necessidade de capital, a necessidade de governança, entre outros fatores.

Isso porque uma *startup* pode estar em estágio pré-operacional, onde sua necessidade é de poucos milhares de reais para construir um primeiro produto, enquanto outra pode estar querendo se consolidar como líder de mercado em um segmento, necessitando realizar uma oferta pública inicial de ações (IPO - *Initial Public Offering*) para captar recursos mais robustos.

Este trabalho pretende delimitar sua esfera de investigação em torno das *startups* que, embora ainda em estágio inicial, já possuem produto e mercado definidos, e buscam financiamento para dar maior tração as suas taxas de crescimento. O objetivo da pesquisa é

analisar os instrumentos utilizados para investir em *startups*, do ponto de vista da segurança jurídica e mitigação de riscos operacionais; notadamente, o contrato de mútuo conversível em participação societária. Para tanto, pretende-se, no primeiro capítulo, conceituar o que são *startups*, seus modelos econômicos, trajetórias de crescimento, principais atores e interações que existem no processo de financiamento e, também, o panorama quantitativo dos investimentos em *startups* no Brasil.

No capítulo seguinte, serão analisados os principais instrumentos jurídicos para investir em *startups*, como a opção de compra, o contrato de participação e o contrato de mútuo, suas nuances e divergências e a que estágio de desenvolvimento cada um mais se adequa. E, no capítulo final, a investigação será focada especificamente no contrato de mútuo, dissecando as especificidades que o consagram na prática negocial; não sem tecer análises e construções que promovam o aperfeiçoamento do instrumento, e, por consequência, da própria segurança jurídica nas operações de investimento.

Utilizou-se, ao longo da produção deste trabalho, a metodologia exploratória e qualitativa, a partir da pesquisa bibliográfica e revisão de literatura, fazendo o uso de artigos científicos, trabalhos monográficos, dissertações de mestrado e doutrinas especializadas, além de pesquisa documental, com artigos de lei.

Procurou-se, neste trabalho, aprofundar quais as necessidades e os desafios que *startups* em crescimento enfrentam, para, então, sugerir o melhor instrumento para operações de financiamento, e não o contrário. Muitas das empresas citadas, apesar de novas, já movimentam milhões de transações no país, e o Direito deve ser atento e ágil para permitir que o desenvolvimento econômico continue a ocorrer de maneira segura, justa e relevante.

## **2 CAPÍTULO 01. DAS *STARTUPS* E DO CENÁRIO DE INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* NO BRASIL**

O Brasil é um país marcado pela dualidade em relação ao desenvolvimento de empresas e negócios. Por um lado, temos uma legislação tributária complexa, processos burocráticos para abertura de empresas e dificuldade no acesso ao crédito, o que nos qualifica como um dos territórios mais inóspitos do mundo para a dinâmica negocial (2022, p.10).

Por outro lado, pelo tamanho de nosso mercado consumidor, pela quantidade de desafios estruturais ainda não solucionados e, também pelo perfil inventivo dos brasileiros, temos uma das populações mais empreendedoras do mundo, totalizando 31,6% dos adultos do país, segundo o relatório *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) 2020/2021 (2022, p.10).

Uma das consequências dessa dualidade é vermos corriqueiramente o desenvolvimento de novas empresas e de novos empreendedores, apesar – ou, talvez, por conta – dos desafios do país. Com o rápido avanço da tecnologia e da digitalização nas últimas décadas, um tipo específico de iniciativa empreendedora tem se multiplicado e chamado atenção no mercado: as *startups*. Embora sua conceituação seja, por vezes, difusa, o seu impacto é inafastável e já cerceia várias atividades de nosso cotidiano.

Há menos de uma década, por exemplo, a modalidade de delivery em restaurantes era feita quase que exclusivamente por ligação telefônica, operação que era dispendiosa para os comércios e ineficiente para os consumidores. Hoje, utilizam-se na ampla maioria das situações aplicativos de delivery, como iFood, Rappi e Uber Eats, que reúnem uma experiência digital de melhor usabilidade e uma gama de opções mais cômoda ao consumidor final.

Essa ruptura nos modelos de negócio tradicionais pelos inovadores não é um caso isolado do mercado de alimentação e entregas. Em verdade, essas disrupções estão cada vez mais distribuídas em âmbitos diferentes da economia, mesmo em setores de extrema concentração e baixa concorrência, como o bancário. Segundo o Relatório de Economia Bancária de 2017, do Banco Central do Brasil, cinco instituições detinham 81,6% de todo o mercado de pessoas físicas do país (2017, p.90).

É, portanto, surpreendente que uma pequena empresa de tecnologia financeira, fundada em 2013, tenha evoluído ao ponto de realizar uma oferta pública inicial de ações (IPO - *Initial Public Offering*) em 2021, na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), contando com

uma avaliação de mercado de 230 bilhões de reais, superior a quaisquer outros bancos do Brasil e da América Latina <sup>1</sup>, à época de seu (*IPO - Initial Public Offering*).

Numa proporção menor que a do impacto do *Nubank* no mercado financeiro, mas, ainda relevante, vê-se o desenvolvimento das *startups* *99*, no mercado de mobilidade, *Loggi*, no mercado de logística e entregas, *Loft*, no mercado imobiliário, e *Gympass*, no mercado de atividades físicas e saúde. Todas as *startups* mencionadas até aqui receberam a mitológica classificação de “unicórnios”, categoria seleta que classifica as empresas de tecnologia cuja avaliação de mercado ultrapassou o patamar de US\$ 1 bilhão<sup>2</sup>.

Nota-se que, apesar de distribuídas em indústrias diametralmente diferentes, as *startups* possuem características marcantes que a literatura especializada busca unir, na tentativa de definir o que efetivamente significa *startup*, e porque é importante que se distinga esse grupo das demais organizações de viés tradicional. Sabe-se, de antemão, que não se trata de um tipo societário específico, tampouco de uma categorização por porte, faturamento ou quantidade de funcionários.

## 2.1 Do conceito de *startup*

Na publicação “*Startup: manual do empreendedor*”, os autores Steve Blank e Bob Dorf (2017, p.120), conceituam *startups* como organizações em estágio inicial de desenvolvimento, que carecem de uma gestão interna estruturada, e são orientadas à validação e comercialização de uma ideia inovadora, tendo, na maior parte das vezes, a tecnologia como base para o desenvolvimento de suas atividades. Como eles explicam:

*Startup* não é uma versão menor de uma sociedade grande. *Startup* é uma organização temporária em busca em busca de um modelo de negócios lucrativo, escalável e replicável” (tradução livre). (The Startup Owner’s Manual, 2017,p.120)

Outra definição relevante do conceito de *startup* foi descrita pela Associação Brasileira de *Startups* – *ABStartups* (2022, p.20):

Um momento na vida de uma empresa, onde uma equipe multidisciplinar busca desenvolver um produto/serviço inovador, de base tecnológica, que

<sup>1</sup> UOL. Concentração de Bancos. Disponível em.: <<https://www.uol/economia/especiais/concentracao-de-bancos.htm#bancos-nas-maos-e-poucos>>. Acesso em 11 jan.2022.

<sup>2</sup> AAA INOVAÇÃO. Unicórnios Brasileiros. Disponível em.: <<https://blog.aaainovacao.com.br/unicornios-brasileiros>>. Acesso em 11 jan.2022.

tenha um modelo de negócio facilmente replicado e possível de escalar sem aumento proporcional dos seus custos. (

A legislação brasileira em período recente também entendeu pela necessidade de definir *startups*, o ecossistema que integram, os atores envolvidos na jornada de crescimento, como investidores-anjo, e outras repercussões jurídicas dessa atividade empreendedora. A Lei Complementar (LC) nº 182, de 1 de junho de 2021, também conhecido como Marco Legal das *Startups*, definiu em seu capítulo II, art. 4º, que:

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

Os elementos intrínsecos à formação de uma startup, como a inovação no modelo de negócio, a busca por crescimento acelerado – para deixar de ser uma startup – e a austeridade na gestão de recursos, por vezes, podem aparentar semelhança ao cenário de outras pequenas e médias empresas. No entanto, é mister discernir como os objetivos e o desenvolvimento das startups se diferenciam das organizações tradicionais, para que se aclare porque as primeiras necessitam de segurança jurídica específica para serem bem-sucedidas.

Primeiramente, entende-se que empreendedores de modelos de negócio tradicionais a priori buscam uma formação de patrimônio de longo prazo e uma composição de renda de curto a médio prazo. Seus investidores partilham da expectativa de retorno a curto prazo e, por isso, aceitam taxas menores de crescimento.

Essa é uma perspectiva oposta à mentalidade das startups, uma vez que nelas são frequentemente vistos um largo interesse na formação de patrimônio decorrido da melhora de avaliação de mercado da empresa e uma baixa preocupação com a formação de renda de curto prazo.

As empresas tradicionais também se preocupam com indicadores diferentes das inovadoras. Enquanto as primeiras estão focadas na geração operacional de caixa e na consequente distribuição de dividendos, as últimas estão mais atentas ao crescimento exponencial, ao *valuation* e à própria oportunidade de venda da companhia, evento de liquidez em que se vislumbra a oportunidade de realizar ganhos vultuosos.

A nível de gestão operacional, startups geralmente possuem uma rotina baseada em testes, experimentações e aprendizado contínuo, enquanto nas empresas tradicionais se observam planos de negócio mais previsíveis, aversão ao risco e melhorias somente incrementais, não transformacionais.

Pelos ininterruptos e dinâmicos desafios que enfrentam, as startups de tecnologia normalmente são fundadas por empreendedores multidisciplinares, cujas habilidades técnicas se moldam às necessidades da organização e, no decorrer do crescimento da empresa, são recrutados funcionários dotados de alto valor técnico agregado e igual capacidade relacional para o desempenho de funções executivas.

Nas organizações convencionais, a figura do empresário está ligada a um pequeno círculo de habilidades específicas, relacionadas a consecução da atividade econômica principal, e, pela previsibilidade das operações, contratam-se colaboradores para atividades bem definidas e replicáveis.

## 2.2 Do panorama das *startups* no Brasil

O dinamismo dessas empresas inovadoras tem atraído cada vez mais pessoas a criar novas *startups*. Segundo a ABStartups (2020, p. 12), entre os anos de 2015 a 2019, a quantidade desse perfil de empresas mais do que triplicou, passando de um total de 4.151 para 12.727, o que representa um crescimento percentual de 207%<sup>3</sup> Segundo a mesma associação, existem atualmente mais de 13.700 *startups* no país<sup>4</sup>.

Para que o ambiente, ou ecossistema, de startups se desenvolva numa determinada região, são necessários o apoio e o fomento de diversas entidades, públicas e privadas, atuando em complementariedade, como:

- a) Governo: através de programas de investimento, benefícios regulatórios, , parcerias com startups e institutos de pesquisa;
- b) Acesso à capital: através de investidores anjo, linhas de microcrédito em instituições financeiras, fundos de venture capital e de *private equity*;
- c) Suporte: através de advogados especializados em Direito da inovação e da tecnologia, assessorias contábeis, veículos de mídia, escritórios compartilhados, incubadoras, aceleradoras e parques tecnológicos;
- d) Talentos: através de universidades que fomentem o empreendedorismo, centros de tecnologia e empreendedores seriais;

---

<sup>3</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. Crescimento das Startups. Disponível em.: <<https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/>>. Acesso em 18 jan.2022.

<sup>4</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. Mapeamento das Startups. Disponível em.: <[https://www.abstartups.com.br/mapeamento-de-comunidades/mapeamento-do-ecossistema\\_brasil-2021/](https://www.abstartups.com.br/mapeamento-de-comunidades/mapeamento-do-ecossistema_brasil-2021/)>. Acesso em 20 jan.2022.

e) Mercado: através de consumidores com disposição à adoção de soluções inovadoras, canais de distribuição e grandes empresas com abertura a negociar contratos com startups.

Esse somatório de atores diferentes do ecossistema, em suas respectivas funções, forma um ciclo virtuoso de fomento à criação contínua de startups, numa perspectiva macro. No entanto, quando passamos a uma análise individualizada dos fatores que levam ao êxito ou ao insucesso de uma iniciativa inovadora, vemos que há ainda outros elementos relevantes, que vão desde a composição societária inicial até o capital investido nos primeiros meses de operação da nova empresa. Atentar-se à longevidade das startups é tão importante quanto ao nascimento delas.

As *startups* podem mudar a curva de toda uma economia, quando conseguem permanecer no mercado por tempo suficiente. E esse é o maior desafio delas, pois, segundo pesquisa do Núcleo de Inovação e Empreendedorismo da Fundação Dom Cabral (2020, p.12), pelo menos 25% das startups nascentes são descontinuadas em tempo menor ou igual a um ano de atividade. Pelo menos 50% das startups encerram suas atividades em quatro ou menos anos. Por fim, 75% dessas iniciativas já não permanecem no mercado quando analisado o período de treze anos de atividades.<sup>5</sup>

A pesquisa supramencionada, cuja metodologia foi quantitativa, coletou impressões de dois principais grupos de empreendedores: de um lado, os que haviam descontinuado suas startups; e de outro lado, aqueles que ainda mantinham seus empreendimentos ativos no mercado. Ao comparar as respostas sobre os fatores mais e menos críticos para o sucesso de um projeto, os resultados mostraram intensa divergência entre as visões de cada grupo.

O grupo dos empreendedores que descontinuou seus negócios apontou como causas do insucesso a falta de comprometimento integral dos fundadores, o não alinhamento de interesses pessoais e profissionais dos fundadores e a falta de capital para investir no negócio. O outro grupo, dos empreendedores com projetos ainda operantes no mercado, assinala que os principais fatores para a continuidade foram a aceitação do produto comercializado pelo mercado, a sintonia entre os fundadores e a capacidade de adaptação às necessidades do mercado.

A diferença de importância atribuída ao investimento de capital pelos diferentes grupos ressalta que a injeção de recursos numa startup não é sempre benéfica à saúde do próprio negócio. Em verdade, o mesmo estudo conclui que a abundância de capital num estágio de

---

<sup>5</sup> ARRUDA, Carlos. Causas das mortalidades das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado. Disponível em <[https://ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relat%C3%B3rios%20de%20Pesquisa/Relat%C3%B3rios%20de%20pesquisa%202013/O%20Ecossistema%20Empreendedor%20Brasileiro\\_12112013.pdf](https://ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relat%C3%B3rios%20de%20Pesquisa/Relat%C3%B3rios%20de%20pesquisa%202013/O%20Ecossistema%20Empreendedor%20Brasileiro_12112013.pdf)>. Acesso em 19 jan.2022.

maturidade onde a startup ainda não possui faturamento pode vir a ser um dos principais fatores de seu declínio.

Os dados dessa pesquisa direcionam nossa atenção a uma questão essencial para as startups: é necessário que o capital investido esteja em sintonia com os desafios e a maturidade que a empresa vivencia em dado momento.

### **2.3 Dos estágios de maturidade da *startup* e seus respectivos investimentos**

Em suas aceleradas jornadas de crescimento, startups enfrentam desafios particulares de cada fase de seu desenvolvimento. Uma ideia recém-criada para um novo produto ou serviço, por exemplo, precisa de testes rudimentares para averiguar seu nível de aderência com potenciais consumidores, antes de ser aprimorada com mais funcionalidades e robustez.

Em situação diametralmente oposta, há negócios que já validaram a efetividade de seus produtos com centenas, milhares de clientes, e, por isso, necessitam revisar estruturas de gestão e governança para que a solução comercializada se expanda de modo cada vez mais consistente. Nessas simplórias situações ilustrativas, nota-se a importância de entender o momento em que cada startup se encontra e quais são os recursos necessários para levá-la ao próximo nível.

É comum dividirmos os estágios de maturidade em: concepção/validação, tração, *early stage*, expansão e maturidade. Cada uma dessas fases tem, para além dos desafios, necessidades de recursos específicos, geralmente angariados junto a perfis diferentes de investidores de risco. Especialmente nos três primeiros níveis de desenvolvimento, enquanto se ajusta o encaixe do produto da startup com o mercado consumidor (*Product Market Fit*), há uma probabilidade essencialmente maior de descontinuidade de projetos, o que batiza a união desses estágios iniciais como “Vale da morte das *startups*”.

Por outro lado, quando já há uma aceitação clara do mercado quanto ao produto comercializado pela empresa e as vendas se tornam mais frequentes, vemos maiores sinais de maturidade, de previsibilidade na gestão e na taxa de crescimento do negócio. Essa é a fase em que, aos poucos, deixa-se de ser startup, dado que esse caráter é inerentemente transitório. Por confuso que soe, a finalidade de toda startup deve ser deixar de sê-lo.

O gráfico abaixo ilustrado representa a trajetória de uma startup, desde seu momento zero (concepção) até os estágios de maior maturidade econômica e gerencial.

Figura 1 – Tipos de Investidores de Risco por Estádio da Empresa



Fonte: Mattos. **10k Startups**.pág.17 2022.

Importa que, aqui, detenhamo-nos em explicar o desafio inerente a cada etapa de desenvolvimento de uma startup, bem como o investimento e o tipo de investidor associados a essas etapas, pois, como já mencionado, um aporte de recursos em momento inadequado de maturidade da empresa pode vir a ser a causa de seu insucesso.

No primeiro estágio, de concepção e validação do projeto, o desafio a ser vencido é referente a inovação que a startup se propõe a trazer para o mercado, seja ela efetivamente disruptiva ou incremental. Os fundadores vislumbram uma nova oportunidade negocial que tem o potencial de resolver um problema já estabelecido, seja ele enfrentado por pessoas físicas (“*Business to consumer*”) ou jurídicas (“*Business to business*”).

Diferente da maior parte das empresas tradicionais, que buscaria aprofundar melhor a viabilidade da solução proposta com pesquisas de mercado encomendadas a empresas de consultoria estratégica, as startups buscam essa validação diretamente com os potenciais clientes, ao elaborar e tentar vender um Mínimo Produto Viável (MVP, na sigla em inglês).

Para construir esse MVP e ensaiar as primeiras comercializações, necessita-se de uma primeira injeção de recursos financeiros, que, via de regra, dá-se em menor monta, e advém de três perfis típicos de investidores: FFF (*Family, friends and fools*), que representam conexões pessoais dos fundadores, dispostas a correr algum nível de risco financeiro, em troca de um percentual na composição acionária da empresa que poderá existir e ser bem sucedida no futuro, mesmo que ainda não esteja claro por qual via; investidores anjo, que representam empresários

ou executivos, geralmente ligados profissionalmente ao mercado da startup nascente, e que se dispõem a realizar um aporte de capital por enxergar demanda e viabilidade na solução proposta ou potencial dos próprios fundadores;

Por fim, há as aceleradoras de startups, que são, elas mesmas, empresas, cuja finalidade é proporcionar espaço físico, conexões estratégicas e conhecimento técnico para que as startups possam validar seus projetos mais rapidamente, em troca de uma cessão de percentual na sociedade.

No estágio seguinte, chamado tração, as startups, cujos produtos já foram validados e tiveram adesão positiva de seu público-alvo, irão buscar capital semente. Esse tipo de aporte prevê uma robustez maior de aporte financeiro, pois o desafio a ser vencido é aumentar o número de consumidores pagantes da startup e, conseqüentemente, seu faturamento.

Apesar de o montante de uma captação *seed* variar conforme o recurso demandado pela startup e a avaliação de risco dos investidores, a estimativa apontada pelo gráfico é de que o capital semente esteja situado entre quinhentos mil a dois milhões de dólares. Esse é o primeiro financiamento voltado ao crescimento efetivo da empresa. Por sua robustez e pelo grau de tecnicidade exigido para superar o desafio da tração, o investimento semente é, na esmagadora maioria das vezes, realizada por fundos de *venture capital* especializados em aportes para esse estágio de maturidade.

As startups que conseguem ampliar sua base de clientes pagantes e provar um modelo econômico viável e sustentável enfrentam o desafio de crescer aceleradamente e expandir sua atuação, seja geográfica ou economicamente. Entende-se que a transição de crescimento acelerado para expansão é uma fase com poucos marcos categóricos, assemelhando-se mais a uma zona cinzenta.

Porém, uma característica notável desse estágio de maturidade dos empreendimentos é a intensa necessidade de capital para aumentar as estruturas de crescimento da empresa. Ou seja, para aumentar rapidamente a receita obtida pela empresa, crescem, em maior proporção, os investimentos em marketing, desenvolvimento de produto e contratações de mão de obra especializada.

As rodadas de captação desse estágio são chamadas “séries”, estão atreladas à ordem alfabética (série A, série B, série C e outras), conforme a progressão do montante captado, e costumam transitar entre valores de quinze a cem milhões de dólares. Aportes dessa ordem são feitos por grandes fundos de *venture capital*, normalmente com atuação pulverizada em diversos países e direcionada a diferentes indústrias e modelos de negócios.

Ainda analisando o gráfico acima, nota-se que, durante o chamado “vale da morte”, as startups possuem uma acentuada queima de caixa, representada pela parábola de curvatura inferior mais aguda, que precede o crescimento exponencial em geração de receita, representado pela parábola superior. A essa estratégia de negatização de fluxo de caixa visando um crescimento de receita futura dá-se o nome de alavancagem financeira. Alavancagem é um conceito oriundo da área de finanças corporativas e significa o financiamento de uma empresa por meio de captação de dívidas, sejam elas empréstimos, mútuos ou debêntures, por exemplo.

Uma alavancagem financeira deve ser realizada com critério. Uma vez que a startup já possua domínio técnico sobre seu modelo econômico, sua rentabilidade e replicabilidade, a captação de recursos pode ser uma estratégia-chave na conquista de maior escala por parte da empresa. Por outro lado, uma estrutura alavancada de capital que financia produtos que carecem de uma validação mais acurada potencializa tão somente o prejuízo gerado.

Como explica Lawrence Gitman (1997, p.242) em seu “Princípios da Administração Financeira”, quanto maior o endividamento, ou alavancagem financeira, de uma empresa, maiores serão seu risco e retorno esperados<sup>6</sup>. Se uma empresa capta recurso junto a investidores de mercado e não consegue, em seguida, gerar mais valor em suas operações, então a alavancagem não foi somente ineficaz, mas também prejudicial à saúde financeira da companhia.

Certamente há muitos fatores que apontam o melhor momento para o aumento da tomada de risco por parte de empreendedores, contudo, em meio a um gerenciamento multitarefa exposto a ininterruptos desafios, a decisão exigirá uma quantidade de otimismo para optar por uma negatização temporária de caixa em prol de um crescimento consistente e vencedor no longo prazo.

Faz-se necessário pontuar que, embora haja forte tendência de criação de novos negócios inovadores, tópico já abordado nesta pesquisa, são pouquíssimas as startups que chegam com sucesso às rodadas de investimento seriadas. Até chegar a esse estágio de maturidade econômica, é preciso transpor desafios como a conquista e a fidelização de um volume relevante de consumidores, atração e retenção de talentos para a companhia e manutenção de um quadro societário saudável, ainda que cedendo participações minoritárias a investidores que aportam recursos ao longo do tempo. Contudo, chegar às rodadas seriadas é alcançar um reconhecimento, e até um prestígio, sobre o empreendimento desenvolvido.

É neste momento em que os maiores e mais robustos fundos de venture capital e *private equity* concentram seus aportes em startups. E, para além da oportunidade de crescer

---

<sup>6</sup> GITMAN, L. Princípios de administração financeira. 7 ed. São Paulo: Harbra, 1997.

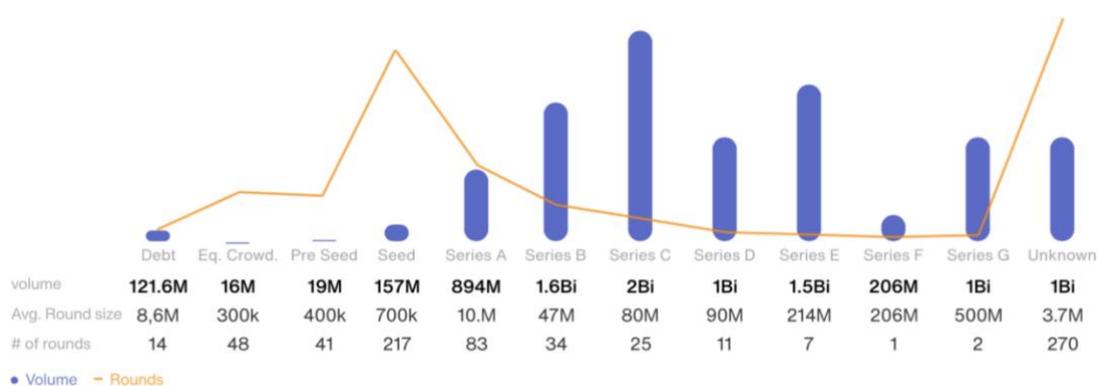
indefinidamente o próprio negócio de capital fechado, abre-se, para os empreendedores, um novo horizonte de alternativas estratégicas para o futuro da companhia, como as fusões e aquisições (*mergers and acquisitions*, ou M&A) com grupos econômicos de maior porte e a oferta pública inicial de ações na bolsa de valores.

## 2.4 Do cenário de investimentos em *startups* no Brasil

O mercado de investimentos em startups vivencia um de seus momentos mais promissores. A quantidade de aportes financeiros realizados e o volume destes têm crescido de maneira exponencial, ano após ano. Segundo estatísticas da plataforma *Slinghub*, que conta com mais de dois milhões de dados analisados e categorizados e é considerada a maior plataforma da América Latina em inteligência de dados sobre startups, o ano de 2021 foi sem precedentes para esse ecossistema de negócios inovadores.

Houve, no período, dez bilhões de dólares injetados em cerca de setecentos e sessenta operações de investimento. As fusões e aquisições entre corporações e startups totalizaram duzentas e noventa e seis operações. O gráfico abaixo, retirado do estudo “2021 wrapped Brazilian startups”<sup>7</sup>, da *Slinghub*, dimensiona com precisão a distribuição do volume de investimentos, segmentado por estágio de maturidade das empresas que receberam os aportes.

Figura 2 – Distribuição do Volume de Investimentos



Fonte: Slinghub. 2021 Wrapped Brazilian startups.pág.8 2021.

<sup>7</sup> SLINGHUB. 2021 Wrapped Brazilian Startups. Disponível em.: <<https://slinghub.io/wrapped-brazilian-startups/>>. Acesso em 20 jan.2022.

Interessa notar que, como já detalhado neste estudo, o número de rodadas realizadas é abundante nos primeiros estágios de maturidade e escasso nos últimos. Houve expressivos duzentos e dezessete investimentos semente no ano de 2021 e apenas um aporte série F divulgado. Estima-se também que investimentos realizados sob condição de sigilo totalizaram um bilhão de dólares no período.

À medida em que as empresas conseguem escalar e expandir suas operações, há uma demanda ostensiva por capital financeiro, que traz consigo operações jurídico-financeiras cada vez mais complexas de serem realizadas, pois envolvem a equalização dos interesses dos empreendedores e dos fundos de investimento, averiguação intensa de métricas gerenciais e administrativas do negócio (*due dilligence*), além das discussões em torno de padrões de governança e controle acionário que serão estabelecidos após a entrada de novos sócios e diluição dos antigos.

As rodadas de investimento mais volumosas são negociadas durante meses a fio e, via de regra, reúnem diversos investidores para, juntos, atenderem a demanda de capital solicitada. O co-investimento, como é chamada essa estratégia no linguajar do mercado financeiro, visa diluir o risco assumido por um único fundo de investimento e aumentar o número de rodadas em que a instituição participará, buscando maximizar as chances de retorno positivo sobre o montante aportado.

Pelo forte impulsionamento que a injeção de capital proporciona, um estudo realizado pela ABStartups (2021, p.8) e pela consultoria estratégica Deloitte, mostrou que, em 2021, 70,7% das startups respondentes estavam em busca de investidores, enquanto 29,3% não sinalizavam abertura para esse tipo de financiamento. Também foi constatado que 64,8% das participantes da pesquisa já tinham recebido algum investimento externo durante sua jornada, enquanto 35,2% afirmavam ter se autofinanciado.

Tornou-se corriqueiro que empreendedores de startups dos mais diversos estágios de maturidade visualizem o crescimento de seus negócios a partir da captação de recursos com investidores externos. Essa praxe faz com que, ano após ano, mais executivos e empreendedores se tornem também investidores anjo, mais aceleradoras de startups surjam, fundos de investimento captem mais recursos para investir e grandes empresas tradicionais realizem operações estratégicas com pequenas startups. Esse é um ciclo que se retroalimenta e que desenvolve o ecossistema de venture capital no Brasil e no mundo, gerando mais negócios promissores e, conseqüentemente, criando valor e riqueza.

Para que o volume de aportes cresça saudavelmente, no entanto, é necessário que as transações aconteçam garantindo um nível adequado de criteriosidade. Por isso, no processo para receber aportes de investidores vê-se bastante rigidez e pouca agilidade. O objetivo é que o máximo de riscos de transação sejam dirimidos e o grau de confiabilidade do negócio aumente, deixando as partes – empreendedores e investidores – mais seguras sobre a tomada de decisão.

Durante o processo de análise de viabilidade da operação, são avaliados quesitos como o segmento em que a empresa atua, o problema a que ela se propõe solucionar, o perfil, o histórico e as competências dos fundadores da startup, os resultados e validações já adquiridos, os planos de crescimento, a necessidade de capital e o percentual da empresa que será vendido aos entrantes. Investidores qualificados também costumam estar atentos a métricas como MoIC (*multiple of invested capital*), que estimará em quantas vezes terá se multiplicado o capital alocado após a fase de desinvestimento, e TIR (taxa interna de retorno), que estima a rentabilidade intrínseca de um determinado projeto em um período.

Pelo nível de rigor exigido na avaliação pré-investimento, percebe-se que não se trata de operações simplórias. Em verdade, tão importante quanto a avaliação operacional da empresa é a estrutura jurídica de como o investimento ocorrerá, pois é necessário que se opte pela melhor modalidade de aporte para aquela situação, como, por exemplo, pela via de um contrato de mútuo, bem como importa que os interesses de governança e controle da empresa estejam adequados para a nova fase que se iniciará com a injeção de capital financeiro. Cabem às bancas técnicas alinhar interesses de empreendedores e investidores e prover segurança jurídica para a transação.

### 3 CAPÍTULO 02. DAS MODALIDADES JURÍDICAS DE INVESTIMENTOS EM *STARTUPS*

Pelo amplo volume de investimentos que estão sendo alocados em startups, entende-se que há diversas maneiras jurídicas de instrumentalizar esses aportes, considerando que cada investimento, ou *deal*, será singular, dada a extensa combinação possível entre variáveis como: segmento e maturidade da empresa investida, tese do investidor, personalidade do investidor (se física ou jurídica), porte da rodada, *valuation* e nível de governança desejada.

Além disso, há fatores deveras subjetivos em uma captação de investimento. Sabe-se que a dinâmica macroeconômica tem caráter cíclico, isto é, atravessa fases subsequentes de expansão e retração no decorrer da história. O mercado financeiro, e, notadamente, o de venture capital, acompanha essa variação ao se mostrar mais ou menos tolerante à tomada de risco em investimentos. Dessa alternância, depreende-se que haverá sempre inúmeros vieses de avaliação possível de uma mesma operação.

Em um momento de “alta” do mercado, com ampla liquidez disponível, um investidor pode entender como atrativa uma startup que, embora não demonstre lucro imediato, poderá crescer com alavancagem e eventualmente lucrar montantes mais significativos.

Em um momento de “baixa” do mercado, o mesmo investidor poderá avaliar a mesma empresa e concluir que optará por não investir em projetos que ainda não demonstrem lucro; somente injetará recursos em empresas financeiramente saudáveis, para que possam multiplicar seu crescimento e, naturalmente, remunerar seus sócios ou acionistas. Não há, portanto, um resultado padrão, repetido, para o processo de avaliação de investimentos em startups.

Por todos os fatores objetivos e subjetivos supracitados, consolida-se que diferentes *deals* requererão instrumentos jurídicos distintos para melhor operacionalização, e que haverá o contrato mais adequado para cada objetivo pretendido, como será visto a seguir.

As principais modalidades jurídicas de investimento em startup são três: a opção de compra de participação societária, o contrato de mútuo conversível em ações e o contrato de participação. Importa ressaltar, no entanto, que esse não é um rol taxativo, senão exemplificativo, pois há ainda outras maneiras de investir, como através dos contratos de participação (Lei complementar nº 155/2016), das sociedades em conta de participação (SCP), dos adiantamentos para aumento futuro de capital (AFAC) ou mesmo realizando a emissão de debêntures conversíveis.

Para a análise proposta neste trabalho, esses últimos exemplos não serão abordados com profundidade por sua pouca aplicabilidade no cotidiano das operações jurídicas envolvendo startups. A sociedade em conta de participação, segundo Solução de Consulta DISIT/SRRF10 nº 10.024, de 22 de junho de 2015<sup>8</sup>, apresenta a seguinte característica:

Para fins tributários, a Sociedade em Conta de Participação – SCP equipara-se a pessoa jurídica. Sendo assim, as microempresas ou empresas de pequeno porte que sejam sócias de SCP não poderão beneficiar-se do tratamento jurídico diferenciado previsto na Lei Complementar nº 123, de 2006, o que implica a exclusão do Simples Nacional.

Vê-se que um investimento em empresa inovadora instrumentalizado por meio de SCP acarretaria o desenquadramento desta do regime Simples Nacional. A perda desse – *latu sensu* – benefício tributário pertinente às pequenas empresas poderia desencadear uma inviabilidade financeira da *startup*, tornando pouco atrativo o investimento via sociedade em conta de participação.

As principais modalidades jurídicas de investimento podem ser analisadas pela ótica de alguns critérios, como flexibilidade negocial, em que se avalia a rigidez das alternativas que empreendedores e investidores terão ao pactuar o acordo; momento de entrada na sociedade, em que se avalia se os novos investidores participarão do quadro societário da empresa imediatamente após o investimento ou em momento posterior mais conveniente; responsabilidade, em que se avalia a esfera jurídica em que investidores poderão ser cobrados pelas obrigações da empresa; e, finalmente, a que perfil de investidor cada instrumento é melhor direcionado (público-alvo).

### 3.1 Opção de compra de participação societária

Opção de compra consiste, conforme autores citados por Felipe Iglesias (2011, p. 69):

As lições de O. GOMES, de que a opção consiste em contrato mediante o qual se confere a uma das partes a faculdade de criar por iniciativa própria uma relação obrigacional já definida em seus pontos essenciais. Aqui fica patente, na visão de O. GOMES, o caráter contratual da opção.

---

<sup>8</sup> RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Solução de Consulta DISIT/SRRF10 No 10024, de 22 de junho de 2015. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=65795>>. Acesso em: 24 mai. 2022.

S. RODRIGUES conceitua a opção como sendo promessa unilateral de venda em que uma pessoa se obriga a vender algum bem a outra, dentro de um prazo e por determinado preço se o beneficiário o quiser, sendo certo que apenas o promitente vendedor se obriga, o que marca a unilateralidade do ato jurídico.

E. ESPÍNOLA, na mesma linha, filiando-se ao direito francês, também tratando apenas das opções de compra ou venda, define-as como sendo aqueles negócios em que uma das partes se obriga a vender ou comprar alguma coisa, por um preço certo, sem que a outra assuma, desde logo, o compromisso de compra-la ou vende-la.

Também se faz importante a menção da definição dada por L. G. LEÃES, o qual descreve a opção – apenas tendo como negócio subjacente a compra e venda – como sendo um contrato definitivo semicompleto que tem de conter todos os elementos necessários ao negócio principal.

No entender de D.BESSONE, as opções são aquelas figuras contratuais em que uma das partes propõe à outra aguardar a sua deliberação sobre a compra (ou não) do imóvel, até o fim do prazo estabelecido (ou sem fixação de prazo), restando a outra parte livre para, dentro do mesmo prazo, prometer contratar (ou não).

Ao comentar sobre a opção (sobretudo bursátil), V. FRANCO qualifica como sendo negócio jurídico bilateral que dá direito à aquisição de um determinado produto (financeiro), por um preço preestabelecido, dentro de um prazo de uma data prefixada.

Consolidando os teóricos, pode-se afirmar que a opção de compra de participação societária é o contrato de que o investidor se utiliza para adquirir, mediante pagamento, o direito de comprar participação societária em determinada sociedade. Ressalte-se que são de livre pactuação os termos e condições da opção de compra, uma vez que o ordenamento jurídico nacional não estipula regramento específico para esse tipo de operação. É um contrato nominado, reconhecido no artigo 168, § 3º, da Lei nº 6.404/1976, contudo atípico.<sup>9</sup>

Ainda como instrui Felipe Iglesias, o aperfeiçoamento do contrato de opção de compra de participação societária ocorre em três fases, sendo (I) formação do consenso, ou seja, encontro entre a proposta e a aceitação das partes; (II) exercício unilateral de vontade do detentor da opção, com base nos direitos e nas obrigações contraídos pelas partes na fase anterior; e (III) formação do contrato de compra e venda, como resultado da manifestação unilateral de vontade do detentor da opção.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> IGLESIAS, Felipe Campana Padin. Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial. 2011. 329 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 136-146.

A partir do exercício da opção de compra, tem-se, em seguida, a efetiva entrada do investidor na sociedade investida. Essa efetivação geralmente decorre de eventos de liquidez (uma nova rodada de investimento, uma fusão com outra companhia, uma venda integral da startup e outros) ou do decurso de um prazo previamente estipulado. Enquanto a opção de compra não é realizada, o investidor não participa das responsabilidades inerentes à operação da sociedade, como as obrigações trabalhistas e tributárias. Contudo, uma vez sócio, torna-se também responsável por tais obrigações.

No tocante à governança, haverá liberdade gerencial para que os fundadores da startup continuem tomando as decisões cotidianas sem maiores interferências por parte dos investidores, porém, pela flexibilidade negocial própria do instrumento, poderão ser elencadas rotinas mínimas de acompanhamento de indicadores e performance da investida, apesar de não serem usuais.

Os contratos de opção de compra comumente remetem a um estágio ainda inicial de maturidade da startup investida, sendo rotineiro ver aceleradoras de startups se utilizando desse tipo de instrumento para viabilizar suas alocações de recurso. Essas instituições investem conhecimento, conexões com o mercado e outras alavancas, monetárias ou não monetárias, em troca de uma opção já pré-definida de entrada futura na empresa nascente.

### **3.2 Mútuo conversível**

O contrato de mútuo conversível em participação societária é o instrumento mais difundido para investimentos em startups no Brasil e consiste numa relação onde o mutuante (investidor) empresta quantia em dinheiro definida à mutuária (startup), que se compromete a devolver o valor tomado, acrescido de juros, como num mútuo tradicional (art. 586 do Código Civil Brasileiro), ou a converter esse valor em percentual societário, conforme preferência unilateral do mutuante.

A larga difusão e adoção desse instrumento jurídico se dá pelo fato de que, na ampla maioria das vezes, o mútuo não será pago na mesma espécie fungível que o investidor lançou mão, a saber o dinheiro, e, sim, utilizando-se de adimplemento de natureza diversa, qual seja a participação societária.

Um estudo conduzido no ano de 2014 pelo Laboratório de Empresas Nascentes de Tecnologia (LENT) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) assinalou que o

contrato de mútuo conversível possuía natureza híbrida e complexa ao afirmar que:

O mútuo conversível não é uma simples cláusula de opção de conversibilidade, mas sim um contrato híbrido e complexo. Híbrido, porque se caracteriza como um contrato de “dívida” que tem por principal objetivo a realização de um investimento. Complexo, pois se dá por meio do estabelecimento de uma série de previsões, como metas e regulação das rodadas de investimento, que determinarão como a relação entre as partes se desenvolverá ao longo da vigência do contrato.

A adoção dessa diversidade de cláusulas se dá precisamente pelo interesse do investidor no crescimento e êxito da mutuária. Quando são formalizadas cláusulas de performance da *startup*, como metas de receita e de taxa de crescimento, é para impulsionar a chance de sucesso da empreitada e a conversão da dívida em quotas ou ações de uma empresa promissora.

A cobrança do investimento em termos monetários será tão somente de uso residual, para dirimir, ainda que pouco, o risco de insucesso do aporte de capital, reavendo a importância financeira investida. Contudo, o pagamento em dinheiro do mútuo não representa a noção de sucesso do investidor de *startups*. É a valorização do equity, aliado à liquidez deste, que tangibiliza o êxito.

O mútuo será efetivamente adimplido quando da conversão da dívida em participação societária, o que ocorrerá quando findo o prazo estipulado no contrato ou, antecipadamente, quando em face de um evento estratégico de liquidez (rodada de investimento, aquisição, aumento de capital e outros).

Importa salientar que, em análise comparativa, nota-se que o mútuo conversível guarda ligeiras semelhanças com as *convertible notes* (notas conversíveis) do direito americano. Contudo, seria tecnicamente impreciso entender o mútuo conversível como uma tropicalização daquele instituto. As *convertible notes* representam na prática negocial americana uma maneira eficiente e rápida de realizar injeção de capital em *startups*.

Há um modelo deveras simplificado de realizar investimentos por meio dessas notas, que consiste, sumariamente, nas cláusulas de I) taxa de juros; II) data de vencimento; III) desconto no valor da ação em rodada de investimento; e IV) capitalização de mercado<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> LUZ. Baptista. Mútuo conversível: diferenças fundamentais. Disponível em: <<https://baptistaluz.com.br/espacostartup/mutuo-conversivel-convertible-notes-diferencas-fundamentais/>>. Acesso em 25 mai. 2022.

No Brasil, como já visto, o contrato de mútuo consiste em várias discussões que estão para além do empréstimo e pagamento do valor aportado. Isso se deve ao fato de o ordenamento jurídico brasileiro conferir pouca segurança a investidores, notadamente quanto à clareza e à estabilidade das obrigações contratuais. Uma figura brasileira mais próxima das notas conversíveis americana são as debêntures conversíveis em ações, que, no entanto, raramente são explorados no contexto das pequenas *startups* de tecnologia, à vista de a aplicação ser facultada somente a um grupo menor de empresas, o das sociedades anônimas (SAs).

O mútuo conversível é um instrumento que comporta ampla flexibilidade negocial entre as partes, prevê uma entrada não imediata do mutuante no quadro societário da empresa e protege o investidor de responsabilidades mais intimamente ligadas à administração da *startup*. Quanto à governança, costuma-se prever uma gama maior de elementos de avaliação da empresa e dos empreendedores, ainda que a gestão operacional siga no controle dos sócios.

Ressalte-se que o mútuo é um instrumento indicado para investimentos de diferentes estágios da *startup*, desde o estágio de investimento anjo até as rodadas de captação mais sofisticadas (séries A, B e outras), que contam com a participação de grandes fundos de investimento.

É fato que o mútuo conversível é, em diversos aspectos, similar à opção de compra, abordada no tópico anterior. Entretanto, a principal divergência entre esses instrumentos reside na divergência de natureza jurídica. Enquanto a opção de compra gera para o investidor um direito de aquisição de participação societária, o contrato de mútuo gera uma obrigação creditícia do investidor em face da sociedade empresária.

A consequência final dessa dissonância é que, em caso de insucesso da empreitada, o mutuante ainda poderá, em tese, reaver o capital investido, enquanto, ao investidor que adquiriu opção de compra, só restará a decisão de exercê-la ou não. Numa anotação complementar, cita-se ainda que sobre a opção de compra incidirá tributação pelo Imposto de Renda (IR), enquanto sobre o mútuo incidirá IOF (Imposto sobre Operações Financeiras).

### 3.3 Contrato de participação

Dentre os instrumentos jurídicos tratados neste capítulo, o Contrato de participação é, por certo, o mais criteriosamente regulamentado. Isto se deve ao fato de os critérios e requisitos desse contrato estarem positivados na Lei complementar nº 155/2016, que alterou e adicionou dispositivos à Lei complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, também conhecido como Estatuto Nacional da Microempresa (ME) e da Empresa de Pequeno Porte (EPP).

O principal objetivo dessa positivação foi gerar respaldo legal à atividade de investimento-anjo, que, como visto anteriormente, avolumou-se em grande medida, juntamente dos demais tipos de aportes (fundos de venture capital, de *private equity*, *equity crowdfunding*, *corporate venture capital*) envolvidos no ecossistema do capital de risco, mas com a especificidade de o investimento-anjo, segundo a LC nº 155/2016, ser direcionado à pesquisa e inovação em empresas em estágio inicial, geralmente enquadradas como ME ou EPP.

Segundo o dispositivo legal, o contrato de participação terá prazo determinado e a duração máxima será de sete anos, duração compatível com o histórico e com a expectativa do mercado acerca do tempo de retorno desse tipo de investimento. O tempo para que o investidor seja remunerado foi fixado em cinco anos, porém a lei não especifica de que maneira ocorrerá essa remuneração, limitando-se a definir que, ao final de cada período analisado, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, não sendo esta 50% (cinquenta por cento) superior aos lucros distribuídos pela empresa investida. Há ainda a fixação de período mínimo de dois anos para resgate do investimento realizado, que não poderá ultrapassar o montante investido adicionado de correção monetária.

O aporte previsto no Contrato de participação não será considerado receita ou capital social, de modo que as microempresas e empresas de pequeno porte que o receberem não serão desenquadradas do regime Simples Nacional, onde possuem vantagens tributárias, notadamente no tocante às alíquotas, à apuração e ao recolhimento. Esse aporte também não torna o investidor-anjo sócio da pessoa jurídica investida, nem responsável por suas obrigações ou dívidas, previsão que mitiga o risco jurídico que este ator acumula ao se associar a projetos de inovação ainda em estágio inicial.

Em linha com as cláusulas mais usuais negociados em contratos de investimento, a Art. 61-C da Lei Complementar nº 155/2016 trouxe à tona o direito de preferência e o direito à venda conjunta ou *tag along*, termos consolidados na prática societária. O direito de preferência obriga os sócios da empresa a, no caso de venda total ou parcial da sociedade, oferecerem primeiramente ao investidor-anjo os termos da aquisição, para que este possa considerar aumentar sua participação no empreendimento investido.

O *tag along*, por sua vez, prevê que, estando os sócios regulares da empresa inclinados vender suas participações, o investidor, ainda que não elencado no quadro societário do empreendimento, terá direito a também realizar a venda de sua participação, nos mesmos parâmetros oferecidos àqueles.

O contrato de participação é um instrumento que restringe a flexibilidade negocial entre as partes, prevê uma entrada não imediata do investidor na sociedade empresária e afasta o mesmo das responsabilidades ligadas à administração da empresa. É presumidamente destinado ao estágio de investimento anjo, e não há nele previsões sobre elementos de avaliação de desempenho ou de governança da investida.

Uma vez analisados pontos de destaque do contrato de participação, é notório que a maior parte de seus termos não representam efetivamente uma novidade jurídica em termos de instrumentos que viabilizam operações de investimento. É dizer, não houve evolução ou aprimoramento, mas, sim, uma positivação de ferramentas já conhecidas, e às expensas de uma regressão na liberdade negocial, tão cara às empresas inovadoras. Como resumizou Cláudia Orrico Guimarães:

Nesta medida, o Contrato de Participação seria inovador apenas na medida em que combinou estas figuras, mas não na criação de um instituto novo e autônomo em que fossem identificados efeitos jurídicos diametralmente diversos aos institutos já existentes no Direito Brasileiro.

Pode-se dizer que a Lei complementar que tipificou o contrato de participação originou um desincentivo a sua própria adoção, uma vez que enrijeceu, ou mesmo petrificou, termos que deveriam ser objeto de negociação, e trouxe contribuições não demandadas pelas partes do processo de investimento, como o limite do direito de resgate, o limite da remuneração e a previsão de tributação regressiva para os aportes realizados.

Tabela 1 – Quadro comparativo entre contratos de investimento.

	<b>Opção de Compra</b>	<b>Mútuo Conversível</b>	<b>Contrato de Participação</b>
Flexibilidade Negocial	Ampla	Ampla	Restrita
Momento de Entrada	Antecipado ou tardio	Tardio	Mínimo de 2 anos
Responsabilidade	Após a compra	Após a conversão	Restrita
Perfil do Investidor	Aceleradora de Startups	Investidor-anjo, Fundo de Investimento e outros	Investidor-anjo

Fonte: Autor. **Quadro comparativo entre contratos de investimento.** 2022.

### 3.4 Análise comparativa

Os critérios de avaliação elencados no início deste capítulo (flexibilidade negocial, momento de entrada, responsabilidade e perfil de investidor) nos são úteis para delinear uma análise objetiva dos principais fatores considerados ao optar por um ou outro instrumento jurídico numa operação de investimento em startup, como se ilustra no quadro abaixo:

Da análise do quadro e dos comentários tecidos acima, depreende-se desde já que o mútuo conversível é, de fato, o tipo de contrato mais usual em negociações de projetos inovadores. Por sua ampla adoção, serão analisados no capítulo seguinte a sua estrutura e os motivos que o consagraram na prática negocial.

## 4 CAPÍTULO 03. DO CONTRATO DE MÚTUO CONVERTÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

### 4.1 As espécies de mútuo e os riscos que devem ser mitigados

Conforme mencionado no capítulo anterior, o contrato de mútuo tradicional, que prevê as condições para empréstimo de coisa fungível e os termos de sua devolução, tem sua definição e regulação reconhecidas na legislação brasileira (CC, art. 586), é dizer, trata-se de um contrato legalmente típico.

Fábio Ulhôa Coelho (2016, p.65), em seu Curso de Direito Civil, instrui que os contratos são ditos típicos quando, em decorrência de sua ampla relevância social, o legislador opta por fazê-los constar em texto legal, regulando seus respectivos *modus operandi*. Além do mútuo, são exemplos de contratos típicos mencionados no Código Civil os de compra e venda, doação, locação, prestação de serviço, mandato, empreitada, seguro, comodato e outros.

Ainda consoante às lições do mesmo Fábio Ulhôa Coelho (2016, p.252), o contrato de mútuo é de forma livre, temporário, real e unilateral. Isso porquê:

O mútuo é de forma livre (não formal) porque a lei não exige, para a sua contratação, nenhum instrumento específico. Por qualquer meio, inclusive o oral ou mesmo a transmissão eletrônica de dados, é possível mutuante e mutuário veicularem a celebração do contrato. Não estabelece a lei, com efeito, nenhuma forma específica para validade do contrato de mútuo.

Outra característica do mútuo é a temporalidade. As coisas fungíveis são transferidas ao mutuário sempre por um certo prazo, já que ele se obriga, no vencimento, a restituí-las mediante a entrega de coisas de igual gênero, qualidade e quantidade. A obrigação de restituir no vencimento é condição essencial dessa espécie de contrato (Lopez, 2003:147). Se a transferência é feita desacompanhada de tal condição, não será mútuo, mas contrato diverso (doação, venda etc).

O entendimento predominante na doutrina brasileira, como assinalado, classifica o mútuo como contrato real. Não basta para a constituição do vínculo contratual o simples encontro de vontades de mutuante e mutuário, sendo necessário para tanto a transferência da titularidade do bem objeto do contrato.

O mútuo é, finalmente, classificado como contrato unilateral, porque gera obrigações apenas para uma das partes, o mutuário (Lorenzetti, 1999, 3:368). O mutuante não tem obrigação passiva nenhuma em decorrência do vínculo contratual, posto que uma vez feita a tradição da coisa – que é o ato constitutivo do contrato -, a execução do negócio se verifica exclusivamente pelo cumprimento real de obrigações do mutuário.

Entretanto, como é sabido, no contexto do financiamento de empresas inovadoras, passa-se a conhecer uma forma diferente de mútuo. Pela própria natureza peculiar, e, por vezes, experimental, dos negócios financiados, o contrato de mútuo, em sua forma tradicional positivada, não diluiria de maneira satisfatória os riscos envolvidos no ato de investir em uma *startup*. Tais riscos se aglutinam em dois principais grupos: o de insucesso e o de responsabilização.

O primeiro é inerente, em menor ou maior grandeza, a todo investimento financeiro, notadamente os atrelados à renda variável. Pelas circunstâncias mais diversas possíveis, como falta de adesão de consumidores, escassez de recursos ou conflitos societários, *startups* podem falir. Em verdade, a grande maioria falirá e o êxito será a exceção.

Todavia, um único êxito poderá ser suficiente para alcançar o lucro almejado pelo investidor, mesmo que outras *startups* de seu portfólio apresentem um crescimento pouco expressivo ou até sejam descontinuadas. Isto porquê há casos em que um investimento em estágio inicial de uma *startup* poderá ter retorno da ordem de 100 (cem) vezes o valor investido, quando da ocasião da venda, em estágio já maduro da companhia. É esse retorno desproporcional e raro que investidores perseguem.

O segundo grupo, por sua vez, compreende as variáveis que levariam um investidor a ser juridicamente responsabilizado, junto dos administradores, por descumprimentos obrigacionais da sociedade empresária, com ênfase nos trabalhistas e tributários, que têm o condão de ultrapassar o patrimônio da empresa e alcançar o dos sócios, em busca de satisfazer demandas pendentes. Em suma, trata-se do risco a que o patrimônio do investidor estaria exposto, caso este guardasse vínculo societário com a *startup*.

Para diluir de modo mais satisfatório, ainda que nunca integralmente, os riscos comentados, o contrato de mútuo conversível é revestido de natureza híbrida, por poder ser adimplido em pecúnia ou em participação societária, e complexa, por contemplar cláusulas pertinentes a regulações diversas das condições do empréstimo, como a gestão e fiscalização de metas estipuladas à *startup*. Esses aspectos naturais, já analisados anteriormente, dialogam diretamente com os riscos de insucesso e responsabilização que necessitam ser dirimidos.

Quanto à responsabilização, entendemos que a opção propiciada pelo mútuo de o investidor não constituir imediatamente vínculo societário, senão após o vencimento,

predeterminado ou antecipado, o afasta, geralmente, das obrigações de sócio e de eventual ônus por desconsideração de personalidade jurídica da investida.

Quanto à ocasião de insucesso do empreendimento, é relevante que o mútuo conversível chancela em suas cláusulas o apoio do investidor à fiscalização e à gestão da *startup*. Nunca em funções executivas, ressalte-se, mas em uma atribuição prioritariamente consultiva, que, na maior parte das vezes, trata-se de acrescentar ao negócio uma expertise já almejada pelos próprios empreendedores; o chamado *smart money*.

Ademais, havendo liquidação ou falência da sociedade, por não ser quotista, o investidor concorre em igualdade de condições com os demais credores quirografários da sociedade, enquanto o direito de recebimento de eventuais valores pelos quotistas é residual, segundo Carlos Alexandre Lobo (2003, p. 208)

O mútuo conversível é, diferentemente do mútuo tradicional, um contrato atípico. Washington de Barros Monteiro (2003, p. 208) corrobora com esse entendimento ao afirmar que, para adimplemento do mútuo:

Deve o mutuário restituir oportunamente outra coisa da mesma espécie, qualidade e quantidade; de outra forma, o contrato seria de compra e venda, segundo ele se obrigasse a restituir coisa diversa ou soma dinheiro.

Ressalte-se, ainda, que o mútuo conversível é considerado como contrato atípico misto, visto que figura como uma adaptação do contrato de mútuo tradicional, de onde foi suprimido um de seus elementos essenciais. Segundo Emanuel Lima da Silva Filho (2019, p.60), nos contratos de opção de compra ou de AFAC, por outro lado, não há quaisquer modelos típicos correspondentes no ordenamento jurídico brasileiro, de modo que são considerados contratos atípicos puros.

Quando se debate acerca de mitigação de riscos em investimentos inovadores, cumpre salientar que, complementarmente às precauções contratuais, investidores experientes costumam cumprir uma extensa agenda de exigências antes de realizarem aporte de capital.

Em antecedência à negociação do contrato de mútuo, passa-se pelas fases de triagem, onde são analisadas *startups* de diferentes estágios e mercados, findando na seleção das principais oportunidades de negócio; *termsheet*, onde empreendedores e investidores alinham uma intenção de investimento, que sumariza as diretrizes da negociação; *due dilligence*, processo em que a *startup* é avaliada de forma detalhada e

transparente quanto aos seus principais indicadores de performance, finanças, contabilidade e jurídicos.

Por fim, passa-se a efetiva negociação dos termos do instrumento contratual, neste caso, o contrato de mútuo, momento em que são feitas concessões e consolidações nas cláusulas que regerão o investimento na *startup*.

O processo de avaliação pré-contratual costumeiramente transcorre no período de alguns meses e objetiva detectar ameaças grosseiras, como um relevante passivo trabalhista já existente, por exemplo, que em muito aumentaria o risco assumido pelo investidor, uma vez que, para adimplir com as obrigações pendentes, a empresa poderia comprometer sua própria sustentabilidade financeira.

Contudo, quando a *startup* apresenta uma estrutura saudável, a fase de discussão contratual tende a ser focada em aspectos remanescentes do acordo, como, por exemplo, os mecanismos de fiscalização e de saída, que serão abordados a seguir.

## **4.2 Cláusulas do mútuo conversível**

O contrato de mútuo conversível em participação societária é amplamente reconhecido devido à liberdade negocial que proporciona à mutuante e mutuária. Contudo, algumas cláusulas se fizeram praxe na dinâmica negocial, pois dizem respeito a condições específicas, geralmente sugeridas por investidores, para a concretização do acordo. Trataremos, neste momento, dos termos mais recorrentes nesta modalidade de contrato de investimento e a relevância que apresentam para a efetiva diluição de riscos, notadamente os do investidor.

### **4.2.1. Desembolso**

A cláusula de desembolso define em que condições e sob quais requisitos será feito o efetivo empréstimo (mútuo) do investidor para a *startup*. Salientamos, aqui, o termo “requisitos”, pois, embora toda a negociação realizada anteriormente alinhe os valores que serão transmitidos pela mutuante à mutuária, poderão ser pactuadas ainda condições que repartam ou mesmo interrompam o fluxo de desembolso.

É comum que o pagamento dos valores seja dividido em tranches, que, por sua vez, são condicionadas ao atingimento de metas. Essas metas variam conforme o

modelo de negócio que esteja em questão, podendo ter como indicadores número de usuários, número de downloads, faturamento bruto, expansão para novas praças etc. Dessa forma, o investidor poderá avaliar se os empreendedores estão alcançando o progresso desejado com a alavancagem financeira e, portanto, seguem aptos a continuar investindo os recursos de forma a expandir o crescimento da *startup*, segundo Mônica Steffen Guise (2020, p.16).

Em cenário adverso do idealizado, seria possível prever a suspensão do desembolso, caso comprovada a execução insatisfatória do plano de negócios estipulado. Essa medida, no entanto, resta incomum, dado o amplo processo de investigação pré-contratual, em que investidores buscam atestar a capacidade executiva dos sócios da investida.

#### **4.2.2. Vencimento e vencimento antecipado**

As hipóteses de vencimento do mútuo definem o momento em que os mecanismos contratuais previstos engrenarão para dar ensejo ao cumprimento das obrigações da mutuária com a mutuante. Podemos exemplificar como hipóteses: a data de vencimento pactuada, a transformação societária da *startup* em sociedade por ações ou um evento de liquidez.

No modelo de contrato de mútuo conversível em participação societária, disponibilizado pelo escritório Baptista Luz Advogados (2017, p.09) o evento de liquidez é:

- a) A realização de investimento, por meio de aumento de capital na Sociedade, adiantamento para futuro aumento de capital, mútuos conversíveis em participação societária, opções de compra, aporte especial de investidor-anjo, bônus de subscrição ou instrumentos análogos, que resulte ou que possa resultar em investimento no capital social da Sociedade.
- b) A venda ou alienação, em uma ou em série de operações correlatas, da totalidade dos negócios e ativos da Sociedade, ou de quotas ou ações da Sociedade representativas do Controle da Sociedade; para fins desta Cláusula, será considerado “Controle” (a) a titularidade, direta ou indireta, de mais de 50% (cinquenta por cento) das participações societárias com direito a voto e o uso efetivo do poder de orientar ou causar a orientação da administração ou políticas da Sociedade; ou (b) o poder de nomear a maioria dos administradores da Sociedade, seja por meio da participação societária, por meio de contrato ou de qualquer outra forma; ou (c) o direito de indicação e/ou eleição da maioria dos membros da administração da Sociedade.

Os eventos de liquidez comumente propiciam o vencimento antecipado do mútuo, ou seja, o direito a que a mutuante se reserva de adiantar a exigência de cumprimento das obrigações em face da mutuária<sup>12</sup>. Isto se dá porque, lembremos, o principal objetivo do investidor, neste tipo de financiamento, é converter seu empréstimo em participação na sociedade investida.

Quando há perspectiva de novos investidores realizarem uma próxima rodada de injeção de capital, dado o progresso da *startup*, este se torna o momento mais propício para exercer tal conversão, tornando-se, factual e formalmente, sócio, e partilhando da valorização de mercado que o evento de liquidez trará para a empresa.

Entretanto, é válido ressaltar que o vencimento do mútuo também poderá ser antecipado à vista de condições fáticas em que a mutuante entenda ser prudente se desvincular da mutuária, visando uma diluição de riscos jurídicos e financeiros, como, por exemplo, em caso de descumprimento contratual, decretação de falência ou recuperação judicial sem anuência do investidor, inveracidade de declarações ou garantias em que se fundamente o mútuo ou mesmo condenações por órgãos governamentais transitadas em julgado, notadamente as de caráter fiscal e de defesa da concorrência.

#### **4.2.3. Conversão**

A conversão do empréstimo em participação societária, característica mais singular do contrato em estudo, é considerada a principal fase prevista no instrumento. Quando ela decorre das hipóteses de vencimento não associadas à evento de liquidez, tem-se, em geral, o seguimento de um rito ordinário de conversão, onde a mutuante notifica à mutuária sua intenção de fazer cumprir a conversibilidade do mútuo, e não a quitação pecuniária, e, em seguida, fica a *startup* encarregada de cumprir o trâmite burocrático de adicionar um novo sócio ao quadro societário.

É deveras comum que o investidor estipule em contrato e, neste momento, solicite, a transformação da empresa em sociedade anônima, caso a *startup* ainda não esteja adequada a este formato. Essa previsão tem uma motivação, sobretudo, tributária, pois nas SAs o ágio não é tributado, diferentemente do que ocorre nas sociedades

---

<sup>12</sup> RODRIGUES, Ayra Ramon et tal. Implicações jurídico-societárias do contrato de mútuo conversível em participação societária pactuado entre investidores-anjo e startups. 2021.FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontelene;

limitadas. Ágio, em uma breve e didática definição, é a diferença de valor das ações de quando a empresa recebe um aporte e o valor no momento da conversão do mútuo. Além disso, as SAs possuem estruturas de governança mais bem definidas, que conferem maior transparência às atividades desempenhadas na empresa<sup>13</sup>.

Quando da ocasião de conversão do mútuo sem eventos de liquidez, tem-se, por padrão, que a participação societária do investidor corresponderá àquela previamente definida no contrato de mútuo. Contudo, quando a conversão é decorrente desse tipo de evento, poderá haver recálculo da participação que a mutuante terá na empresa, visto que um novo investimento trará, naturalmente, uma nova avaliação do valor de mercado da empresa, e isto, *per si*, acarreta variação da relação entre valor desembolsado e percentual adquirido.

Para melhor ilustrar a situação, pode-se exemplificar que determinado investidor A aportou R\$ 100.000,00 (cem mil reais) para adquirir 10% (dez por cento) de uma *startup* no ano de 2020, por meio de mútuo conversível. No ano seguinte, um investidor B propôs investir R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para adquirir o mesmo percentual. É dizer, no intervalo de um ano, o *valuation* da *startup* progrediu de um para cinco milhões de reais, de onde se depreende que não mais seria factível que o investidor A convertesse o mútuo assinado nos mesmos termos, em face das novas – e melhores – condições em que o valor total da empresa está sendo negociado.

No modelo de mútuo conversível disponibilizado pela Cotidiano Aceleradora<sup>14</sup>, o recálculo em questão é exemplificado pela seguinte cláusula:

6.4. Pelo valor total do Valor do Mútuo Conversível (acrescido de juros) aportado pela COTIDIANO na SOCIEDADE, a COTIDIANO terá direito de receber como contraprestação um percentual de capital social na SOCIEDADE calculado com base na avaliação que os Terceiros Investidores tiverem efetuado na sua rodada de investimento (*pre-money*). Sobre a avaliação fixada pelos Terceiros Investidores (*pre-money*), com base em um capital totalmente diluído, a COTIDIANO terá direito a aplicar uma taxa de desconto, conforme previsto na fórmula constante no Anexo I, para o cálculo final de sua participação no capital social da SOCIEDADE, após a Conversão. Se depois de realizado o cálculo com desconto se obtenha uma participação inferior a 5% (cinco por cento), a COTIDIANO terá direito a aplicar uma avaliação *pre-*

---

<sup>13</sup> COTIDIANO ACELERADORA (org.). Contrato de mútuo conversível em participação societária. Disponível em: <<https://cotidiano.com.br/wp-content/uploads/Contrato-MUTUO-COTIDIANO-CAMP6.pdf>>. Acesso em 12 jun. 2022.

<sup>14</sup> COTIDIANO ACELERADORA (org.). Contrato de mútuo conversível em participação societária. Disponível em: <<https://cotidiano.com.br/wp-content/uploads/Contrato-MUTUO-COTIDIANO-CAMP6.pdf>>. Acesso em 12 jun. 2022.

*money* para a SOCIEDADE de forma a garantir um mínimo de 5% (cinco por cento) do capital social da SOCIEDADE *post-money*.

Vê-se que, além de estabelecer fórmula matemática, a cláusula adiciona parâmetros pertinentes à diluição máxima que a participação da aceleradora poderá sofrer. O intuito de tais parâmetros é resguardar relevante o percentual que fora adquirido, precaução substancial para o atingimento satisfatório do retorno almejado com a aplicação financeira.

#### **4.2.4. Direito de preferência**

O direito de preferência também é ferramenta que corrobora para a manutenção de uma participação acionária relevante por parte do investidor. Bruno Felgeison (2021, p84) leciona que essa cláusula prevê:

Caso algum sócio deseje, direta ou indiretamente, alienar ou, de alguma forma, transferir suas ações/quotas para um terceiro, será assegurado aos demais sócios da empresa o direito de preferência para adquirir as ações ou quotas ofertadas, nos mesmos termos em que o terceiro pretendia adquiri-las. A preferência pode ser por meio de um RORF (*right of first refusal*) ou ROFO (*right of first offer*). O RORF consiste no direito do sócio em ser o primeiro a aceitar ou recusar qualquer oferta de compra de participação societária. O ROFO, por outro lado, consiste no direito do sócio em receber a primeira oferta caso alguém queira vender sua participação societária na sociedade.

Entende-se, portanto, que o direito de preferência consiste num acordo de dupla obrigação. De um lado, o ofertante deve comunicar aos demais sócios sobre sua intenção de venda. De outro, segundo Rosina (2020, p.20) o mesmo ofertante deverá preferir o interesse dos atuais sócios na aquisição da participação em oferta (. É recorrente que cláusulas sobre preferência façam, ainda, menção a dois institutos consolidados do direito societário, quais sejam o *tag along* e o *drag along*.

*Tag along* consiste numa proteção ao sócio minoritário, pois prevê a possibilidade de venda conjunta das ações de uma empresa pelo mesmo preço e condições daquele que as está alienando (2020, p.23). É dizer, em face de uma oferta para aquisição do percentual dos sócios fundadores e do controle da sociedade, por exemplo, um primeiro investidor anjo, detentor de participação minoritária, teria a garantia de que suas quotas ou ações também seriam adquiridas. Essa cláusula confere ao percentual do acionista minoritário maior liquidez, que resulta na liberdade de deixar a sociedade, caso seus interesses não estejam alinhados aos do novo controlador.

*Drag along*, a seu turno, resguarda os interesses do sócio majoritário, pois permite que o controlador, diante de oportunidade de alienação de sua participação, possa condicionar à venda as ações dos minoritários. Estes, então, terão a obrigação de vender sua participação ao proponente pelo preço e condições de pagamento acatadas pelo controlador, ou por parcela desse preço previamente pactuada.

Embora seja praxe que os termos que regulam entradas e saídas de sócios sejam brevemente comentados no contrato de mútuo, entende-se que o acordo de acionistas é o instrumento mais adequado para pactuar de modo detalhado o gerenciamento do relacionamento societário.

#### **4.2.5. Outras obrigações (*lockup*, concorrência, confidencialidade, poder de veto)**

A natureza complexa do mútuo conversível em participação societária se evidencia de forma ainda mais contundente quando examinamos as diversas obrigações de fazer e de não fazer impostas aos empreendedores. A fim de mitigar, tanto quanto possível, o risco de insucesso da *startup*, investidores costumam ser taxativos nas restrições pactuadas.

Uma das obrigações mais recorrentes em contratos desta natureza é a de permanência, ou cláusula de *lockup*, que consiste numa determinação sobre o tempo mínimo em que os sócios da empresa deverão continuar se dedicando ao desenvolvimento da companhia, e como devem fazê-lo. Essa restrição à saída dos fundadores se dá pelo fato de investidores entenderem o êxito de uma *startup* em estágio inicial como uma tarefa substancialmente ligada à dedicação e às habilidades desses fundadores, uma tarefa personalíssima. Se a permanência não fosse restrita, haveria um aumento não desejado no risco de insucesso da empreitada.

Para que a obrigação de permanência seja viável e os empreendedores permaneçam tão focados quanto possível nos desafios de crescimento da *startup*, investidores avaliam de forma positiva que parte do dispêndio planejado da injeção de capital seja voltado ao pró-labore dos sócios, de forma que não haja distrações em torno de garantir a subsistência do empreendedor e de seus eventuais dependentes, como filhos.

Além de garantir a permanência, faz-se necessário regular as obrigações que serão mantidas em caso de saída dos sócios. Nesse sentido, as cláusulas de

confidencialidade e de não concorrência desempenham papel crucial na diluição de riscos assumidos pelo investidor.

Conforme posto anteriormente, parte significativa do êxito de uma *startup* está atrelada ao desempenho de seus fundadores, e, por este exato motivo, poderia ser desastroso para o progresso da empresa se seus sócios, após deixarem a companhia, estabelecessem concorrência direta ao negócio anterior ou divulgassem informações privilegiadas, como estratégias de produto e de mercado, para eventuais partes interessadas. Com a pactuação das cláusulas de confidencialidade e de não concorrência os sócios se comprometem, de forma sumária, a não prejudicar o desenvolvimento da empresa que participaram anteriormente, aumentando a longevidade da *startup*.

Por fim, é praxe que investidores elenquem ainda rols taxativos de decisões para as quais serão exigidas anuência expressa ou as quais poderão ser vetadas de pleno direito. Tais decisões comumente pertinem a aumento de capital, alteração do contrato ou estatuto social, contração de novas dívidas, outorga de garantias a terceiros, aprovação de orçamento anual, dentre outras, com leciona Feigelson (2018, p.86)

#### **4.3. Riscos associados ao contrato de mútuo conversível em participação**

Por todos os elementos e dispositivos que engloba, entende-se que o contrato de mútuo conversível em participação societária seja, na maior parte das vezes, o melhor instrumento jurídico para viabilizar um investimento em *startup*. No entanto, cumpre salientar que, como outros contratos, o mútuo conversível também guarda aspectos que devem ser analisados com precaução pelas partes.

O primeiro ponto de atenção é pertinente ao desequilíbrio contratual que pode ser provocado pelo amplo volume de obrigações e exigências impostas por investidores sobre os empreendedores, ao passo em que estes raramente elencam obrigações a serem cumpridas por aqueles.

É necessário cautela de ambas as partes na condução da negociação, pois a busca pela extrema diluição de riscos nos termos contratuais poderá levar a *startup* a uma governança tão rígida que a faça perder a própria essência ágil e inovadora que lhe confere diferenciais competitivos. No momento em que os diferenciais competitivos são fragilizados em decorrência do microgerenciamento, o investidor passa a concorrer para o insucesso de seu próprio investimento.

O segundo risco a ser considerado advém de recente discussão técnica, onde se aponta a possibilidade de a relação entre investidores e empreendedores, conforme estipulada nos contratos conversíveis, poder ser considerada sociedade comum, é dizer, aquela que está de fato constituída, ainda que ausente contrato de sociedade que a formalize<sup>15</sup>.

Para sustentar tal argumentação, é apontado que na relação contratual em estudo, o interesse do investidor em reaver o empréstimo concedido é tão somente secundário, uma vez que sua mais proeminente intenção está em converter o crédito em participação societária. Ademais, os esforços alocados pelo investidor em aconselhar e fiscalizar as estratégias mercadológicas da *startup* delineariam uma espécie de busca por um fim comum social.

Acrescenta-se, ainda, que as diversas cláusulas pertinentes à regulamentações societárias, tais como direito de preferência, *tag along* e *drag along*, reforçariam a existência concreta de uma sociedade não personificada.

Caso o vínculo estabelecido por meio do contrato de mútuo conversível em participação societária fosse reconhecido efetivamente como sociedade, estaria o investidor exposto a um dos principais riscos já abordados neste trabalho, qual seja o da responsabilização. Uma vez considerado sócio, ele seria, assim como os demais, responsável pelas obrigações da empresa, respondendo solidaria e ilimitadamente pelo seu eventual descumprimento (art. 990, Código Civil Brasileiro).

Todavia, assim como Giulliano Tozzi Coelho (2018, p.91), entendemos que essa aproximação conceitual entre o vínculo do mútuo conversível e o de uma sociedade comum não é cabível. Cumpre reforçar que o direito societário brasileiro conhece variadas opções de instrumentos que mesclam aspectos de dívida e de capital, sem que se constitua sociedade entre as partes, como é o caso das debêntures conversíveis em ações, onde é reconhecida a possibilidade de os debenturistas barrarem determinadas deliberações dos acionistas, ainda que possuam somente a condição de credores, e não de sócios, da companhia.

Neste sentido, Modesto Carvalhosa (2002, p.658) leciona que:

As debêntures conversíveis são títulos ao mesmo tempo de crédito e de legitimação. Por este último atributo podem os titulares, durante o período entre a emissão e o prazo de conversibilidade, opor-se, mediante assembleia

---

<sup>15</sup> SILVA FILHO, Emanuel de Lima. Os riscos do investidor-anjo nos contratos conversíveis de investimento em startups. 2019. Tese de doutorado. p. 71.

especial (art. 71) ou por delegação de competência ao agente fiduciário, a alterações institucionais do estatuto. Aí o caráter originário de título também de legitimação de debêntures conversíveis, na medida em que, por essa qualidade, podem os seus titulares exercer, desde sua emissão, direitos junto à companhia de caráter societário e não creditício.

Em reforço a essa corrente de pensamento, soma-se a refutação de que o investimento via contrato de mútuo seja considerado fim comum para efeitos de constituição de sociedade. Entende-se que, embora o investidor envide esforços consultivos para auxiliar a melhor tomada de decisão dos executivos e consequente progresso da *startup*, esta postura deve tão somente ser interpretada como o esforço de aumentar o potencial retorno de um investimento. Logo, uma liberalidade. Para os empreendedores, por outro lado, o êxito naquele projeto é, muitas vezes, a única opção, dado toda a dedicação exigida, quase sempre em caráter de exclusividade.

Investidores profissionais comumente analisam e investem em diversas *startups*, assumindo a premissa de que nem todas galgarão uma jornada de sucesso. Nesse sentido, o contrato de mútuo conversível viabiliza um período de teste e maturação do aporte realizado, e, somente quando a *startup* alcança a consolidação almejada, o investidor se dispõe a constituir sociedade e intensificar o alinhamento pelo fim comum. Assim assinala Coelho (2018, p. 98):

Enquanto não ocorrido o evento que torne a conversão obrigatória ou desejável pelas partes, possui o investidor um direito de crédito em face da *startup*, apenas convergindo seus interesses, preponderantemente, após a conversão da dívida em participação societária.

Dessa forma, entendemos como diminuto o risco de um contrato de mútuo conversível dar ensejo à constituição de uma sociedade comum, consolidando, finalmente, este instrumento como o mais adequado à mitigação de riscos de se investir em uma *startup*.

## 5 CONCLUSÃO

A rápida ascensão da economia digital nas últimas décadas desencadeou profundas repercussões na forma como o mercado consumidor cria e absorve novas demandas. Nesse contexto de notória dinamicidade, as startups, iniciativas empreendedoras tecnológicas e escaláveis, crescem aceleradamente, em razão do potencial que têm de romper com cadeias de valor bem estabelecidas ao entregarem um padrão mais eficiente de serviço ao consumidor.

No Brasil, o empreendedorismo tecnológico tem demonstrado uma relevância robusta, ao ponto de capturar a atenção do legislador, que, a seu turno, editou duas regulamentações específicas para as startups, quais sejam a Lei complementar nº 155/2016, que introduz o a figura do contrato de participação para investidor anjo, e a Lei complementar nº 182, de 1 de junho de 2021, mais conhecido como marco legal das startups.

Para expandir seus negócios de maneira ágil, startups captam recursos, junto a investidores de risco, para se alavancarem financeiramente, isto é, realizar uma estratégia de negativação de caixa em prol de acelerar o crescimento rumo aos objetivos que possuem, geralmente atrelados ao ganho de uma posição de liderança no mercado em que atuam.

Em vista dos desafios específicos que possuem, as empresas em estudo costumam captar recursos junto a investidores cujos capital e expertise apoiam a superação das necessidades daquele dado momento.

Quando em estágio inicial, por exemplo, aceleradoras de startups farão aporte de serviços, de conhecimento e, eventualmente, de capital, para que a empresa valide seu produto. Posteriormente, fundos de venture capital poderão ser os veículos mais apropriados para buscar capital que viabilize a expansão da startup, dada a liquidez que possuem e a experiência dos acionistas do fundo. A união de expertise e recurso financeiro formam o denominado smart money.

Para viabilizar o investimento privado em uma startup, existem instrumentos jurídicos especificamente delineados para dirimir os riscos desse tipo de operação, como os riscos de insucesso da empreitada e de responsabilização solidária do investidor pelas obrigações da empresa.

O primeiro desses instrumentos é o contrato de opção de compra, onde o investidor, mediante desembolso, adquire o direito de comprar futuramente uma participação societária na startup, em condições previamente estabelecidas. Este contrato confere às partes liberdade negocial e afasta o investidor de responder pelas obrigações da sociedade, enquanto não tenha convertido sua opção de compra em efetiva participação. Contudo, não há possibilidade de devolução do valor investido, mas somente a possibilidade de converter ou não converter o direito adquirido.

Outro meio de realizar investimento é pelo contrato de participação, cujos termos e cláusulas foram estipulados em lei complementar, sendo, portanto, contrato típico. Todavia, este instrumento ainda tem pouca adesão prática entre empreendedores e investidores, notadamente pelas restrições negociais legalmente impostas.

Por fim, foi estudado o contrato de mútuo conversível em participação societária. Diferentemente do contrato de mútuo típico, que prevê o empréstimo e a devolução de coisa fungível de mesma natureza, o mútuo conversível, instrumento atípico, prevê a opção de o investidor converter o débito contraído pela startup em percentual na sociedade. Além disso, há o acréscimo de diversas cláusulas de avaliação e fiscalização do projeto investido, assim como previsões acerca de entrada e saída de sócios. Por esses fatores adicionais, entendemos que é um contrato de natureza híbrida e complexa.

É costumeiro prever no contrato de mútuo conversível em participação cláusulas de direito de preferência, *tag along*, *drag along*, poder de veto e *lock-up*, por exemplo. Em razão disso, há recente discussão técnica entorno da possibilidade de o relacionamento entre investidor e empreendedor delinear contornos de uma sociedade simples, ou em comum, o que acarretaria àquele responsabilidade solidária e ilimitada.

Saliente-se, no entanto, que essa é uma frágil associação, notadamente por estar amparada em liberalidades ocasionais do investidor em relação à startup investida. Quando avaliamos essa ligação a partir do ponto de vista obrigacional, com os termos elencados no mútuo conversível, e fático, com as atividades realizadas por investidores e por empreendedores em prol do progresso da empreitada, entendemos que a busca pelo fim comum é inerente somente ao segundo grupo.

Ademais, ressalte-se que investidores terão sempre a faculdade de exigir o retorno do mútuo disponibilizado, como obrigação creditícia. Em caso de descontinuidade da startup, empreendedores somente poderão dispor dos ganhos e perdas

auferidos pela própria sociedade. Pela disparidade nos direitos e obrigações entre as partes, entendemos não ser possível delinear uma sociedade até que efetivamente o mútuo seja, se for, convertido em participação societária.

Concluimos este estudo com o entendimento de que o contrato de mútuo conversível é o instrumento jurídico mais adequado para viabilizar investimentos em startups em estágio inicial. Através do seu contínuo uso, e aperfeiçoamento, no financiamento de iniciativas empreendedoras, teremos a ampliação da cooperação entre Direito e desenvolvimento.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAA INOVAÇÃO. **Unicórnios Brasileiros.** Disponível em.: <<https://blog.aaainovacao.com.br/unicornios-brasileiros>>. Acesso em 11 jan.2022.

ARRUDA, Carlos. **Causas das mortalidades das startups brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.** Disponível em <[https://ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relatórios%20de%20Pesquisa/Relatórios%20de%20Pesquisa%202013/O%20Ecosystema%20Empreendedor%20Brasileiro\\_12112013.pdf](https://ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relatórios%20de%20Pesquisa/Relatórios%20de%20Pesquisa%202013/O%20Ecosystema%20Empreendedor%20Brasileiro_12112013.pdf)>. Acesso em 19 jan.2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **O que é uma startup.** Disponível em.: <<https://abstartups.com.br/o-que-e-uma-startup/>>. Acesso em 12 jan.2022.

\_\_\_\_\_. **Crescimento das Startups.** Disponível em.: <<https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/>>. Acesso em 18 jan.2022.

\_\_\_\_\_. **Mapeamento das Startups.** Disponível em.: <[https://www.abstartups.com.br/mapeamento-de-comunidades/mapeamento-do-ecossistema\\_brasil-2021/](https://www.abstartups.com.br/mapeamento-de-comunidades/mapeamento-do-ecossistema_brasil-2021/)>. Acesso em 20 jan.2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Economia Bancária.** Brasil: Banco Central do Brasil. 2017

BANCO MUNDIAL. **Relatório Doing Business 2020.** Disponível em.: <[https://subnational.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Subnational/D B2021\\_SNDB\\_Brazil\\_Full-report\\_Portuguese.pdf](https://subnational.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Subnational/D B2021_SNDB_Brazil_Full-report_Portuguese.pdf)>. Acesso em 11 jan.2022.

BLANK, Steve. & DORF, Bob. **The Startup Owner's Manual.** 1. ed. Pescadero, CA: K&S Ranch, Inc., 2012.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de Junho de 2021.** Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador.

\_\_\_\_\_. **Lei Complementar 123, de 14 de dezembro de 2006.** Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte.

\_\_\_\_\_. **Lei Complementar 155, de 27 de outubro de 2016.** 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.

\_\_\_\_\_. **Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COTIDIANO ACELERADORA (org.). **Contrato de mútuo conversível em participação societária**. Disponível em: <<https://cotidiano.com.br/wp-content/uploads/Contrato-MUTUO-COTIDIANO-CAMP6.pdf>>. Acesso em 12 jun. 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Civil**, vol. 3, Contratos. p. 65. 8ª edição, 2016.

COELHO, Giulliano Tozzi. **A utilização de títulos de dívida conversíveis para o investimento anjo em startups no Brasil: riscos e segurança jurídica do investidor**. 2018. 178 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2018. p. 98)

IGLESIAS, Felipe Campana Padin. **Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial**. 2011. 329 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontelene; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. *E-book*, 173p. Acesso em: 24. Ago. 2021.

FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 173p. Acesso em: 24. Ago. 2021.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP RESEARCH ASSOCIATION. **Global Entrepreneurship Monitor - Global Report**. Ed. Londres: London Business School, 2021.

GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. 7 ed. São Paulo: Harbra, 1997.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos venture capital e private equity: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Coords.). **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Gen/Atlas, 2010. p. 267-316. p. 276.

LUZ. Baptista. **Mútuo conversível: diferenças fundamentais**. Disponível em: <<https://baptistaluz.com.br/espacostartup/mutuo-conversivel-convertible-notes-diferencas-fundamentais/>>. Acesso em 25 mai. 2022.

\_\_\_\_\_. **Modelo Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária**. Versão 1.0, 2017, 9p. Disponível em: <[https://baptistaluz.com.br/wpcontent/uploads/2017/06/TEMPLATE\\_MutuoPreSeed\\_20170104.pdf](https://baptistaluz.com.br/wpcontent/uploads/2017/06/TEMPLATE_MutuoPreSeed_20170104.pdf)> Acesso em: 10. Jun. 2022.

MCKASKILL, T. **An Introduction to Angel Investing: A Guide to Investing in Early stage Entrepreneurial Ventures**. Australia, June 2009. Disponível em:

<[https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro\\_to\\_Angel\\_Investing.pdf?rev=CF33](https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/McKaskill-Intro_to_Angel_Investing.pdf?rev=CF33)>. Acesso em: 29 mai. 2022

MONTEIRO, Washington de Barros; PINTO, A. F. **Curso de direito civil: direito das obrigações**. Segunda Parte. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 208.

PORTAL G1. **Nubank estreia na bolsa como 4ª maior empresa brasileira de capital aberto e banco mais valioso da América Latina**. Disponível em.: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/12/09/nubank-estrela-na-bolsa-como-4a-maior-empresa-brasileira-de-capital-aberto-e-banco-mais-valioso-da-america-latina-veja-ranking.ghtml>>. Acesso em 11 jan.2022.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Solução de Consulta DISIT/SRRF10 No 10024, de 22 de junho de 2015**. 2015. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=65795>>. Acesso em: 24 mai. 2022.

RODRIGUES, Ayra Ramon et al. Implicações jurídico-societárias do contrato de mútuo conversível em participação societária pactuado entre investidores-anjo e *startups*. 2021. FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontelene;

ROSINA, Mônica Steffen Guise et al. **Negócios de Impacto Social: da estrutura da empresa nascente à sua aproximação com o poder público**. Centro de Pesquisa Jurídica Aplicada (CPJA), 2020.

SILVA FILHO, Emanuel de Lima. **Os riscos do investidor-anjo nos contratos conversíveis de investimento em startups**. 2019. Tese de doutorado.

SLINGHUB. **2021 Wrapped Brazilian Startups**. Disponível em.: <<https://slinghub.io/wrapped-brazilian-startups/>>. Acesso em 20 jan.2022.

UOL. **Concentração de Bancos**. Disponível em.: <<https://www.uol/economia/especiais/concentracao-de-bancos.htm#bancos-nas-maos-e-poucos>>. Acesso em 11 jan.2022.