

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL**

GIULLIANO TOZZI COELHO

**A UTILIZAÇÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CONVERSÍVEIS PARA O
INVESTIMENTO ANJO EM STARTUPS NO BRASIL:
risco e segurança jurídica do investidor**

São Leopoldo

2018

GIULLIANO TOZZI COELHO

**A UTILIZAÇÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CONVERSÍVEIS PARA O
INVESTIMENTO ANJO EM STARTUPS NO BRASIL:
risco e segurança jurídica do investidor**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS
Área de concentração: Direito da Empresa e dos Negócios.

Orientador: Prof Dr. Fabiano Koff Coulon.
Co-Orientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa.

São Leopoldo
2018

Dados Internacionais de Catalogação na Fonte

- C672u Coelho, Giulliano Tozzi
A utilização de títulos de dívida conversíveis para o investimento anjo em startups no Brasil: risco e segurança jurídica do investidor / Giulliano Tozzi Coelho ; orientação de Fabiano Koff Coulon ; coorientação de Cristiano Machado Costa. – São Leopoldo , 2018.
177 f. ; 30 cm.
- Dissertação (Mestrado Profissional em Direito, concentração em direito da empresa e dos negócios) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, 2018.
1. Startups. 2. Investimento financeiro. 3. Investidor-anjo. 4. Contrato de mútuo conversível. 5. Participação societária. I. Coulon, Fabiano Koff, orientador. II. Costa, Cristiano Machado, coorientador. III. Título.

CDU: 336.763

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL

O Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: " A UTILIZAÇÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CONVERSÍVEIS PARA O INVESTIMENTO ANJO EM STARTUPS NO BRASIL: risco e segurança jurídica do investidor " elaborada pelo mestrando **Giulliano Tozzi Coelho**, foi julgada adequada e aprovada por todos os membros da Banca Examinadora para a obtenção do título de MESTRE EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS - Profissional.

Porto Alegre, 03 de maio de 2018.


Prof. Dr. Wilson Engelmann

Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios

Apresentada à Banca integrada pelos seguintes professores:

Presidente: Dr. Fabiano Koff Coulon 

Coorientador: Dr. Cristiano Machado Costa _____

Membro: Dr. Wilson Engelmann 

Membro: Dr. Éderson Garin Porto 

Membro: Dr. André Estevez 

Ao meu avô Leonel Tozzi, por ser constante fonte de
inspiração e à minha noiva Vanessa Minossi, pelo amor e
companheirismo de sempre.

AGRADECIMENTOS

O ser humano enquanto ser social jamais pode realizar-se individualmente, de modo que a finalização deste trabalho jamais teria sido possível sem a ajuda e compreensão de algumas pessoas mais do que especiais.

Aos meus pais e irmãos e avós, por serem a base que sustenta a formação do caráter e fonte de carinho, tão necessário nos momentos difíceis. Em especial ao meu avô Leonel Tozzi, por ser tão generoso e possuir uma história de vida inspiradora que nos leva sempre a buscar algo a mais.

À minha noiva Vanessa Minossi, por estar ao meu lado a cada passo desta jornada, confortando, motivando e, literalmente, colocando a mão na massa para que este trabalho pudesse ser finalizado. Agradeço ainda pela compreensão pelos diversos sacrifícios que a finalização de um mestrado exige, bem como pela paciência nos momentos mais complicados.

Aos meus sócios e amigos de GTD Advogados, por entenderem que este projeto era de suma importância para mim e compreenderem que a ausência em determinados momentos era por um bem maior.

Por fim, mas jamais com menor importância, aos meus orientadores Dr. Fabiano Koff Coulon e Dr. Cristiano Costa Machado por terem dado a real significância à palavra orientação, sempre dispostos a realizarem debates e comentários construtivos para a melhor execução deste trabalho. Tenho a certeza que além da parte acadêmica, estou levando dois amigos para a vida.

“Não podemos aprender nada de novo até que possamos admitir que ainda não sabemos de tudo”.

Erwin G. Hall.

RESUMO

As startups desempenham um papel relevante na produção de inovações e, por consequência, no desenvolvimento econômico. Por não possuírem todos os recursos necessários para o desenvolvimento dos seus negócios, é comum optarem por procurarem investimentos, encontrando nos investidores-anjo uma opção vantajosa. No Brasil, apesar de existirem algumas opções por realizar essa espécie de investimento, optou-se por adotar as chamadas notas conversíveis, fortemente inspiradas na prática norte-americana. Tais instrumentos podem ser definidos como um investimento realizado através da concessão de um empréstimo, o qual poderá ser pago na data de vencimento através da conversão do saldo devedor em participação societária. A conversão é obrigatória, entretanto, quando ocorre algum evento de liquidez entre a concessão do empréstimo e o vencimento. Por contarem com inúmeras cláusulas de natureza societária, tais instrumentos não podem ser classificados como o instituto típico do mútuo. Deste modo, poderia o instituto ser classificado ou como uma sociedade em comum, em face das disposições peculiares do instrumento, ou como um contrato atípico consagrado pelos usos e costumes. Para responder essa questão foi conduzida uma pesquisa qualitativa através da entrevista de doze pessoas que participaram destas operações na condição de investidor ou empreendedores. Os resultados confirmam que as notas conversíveis são o instrumento comumente utilizado nas operações de investimento-anjo, bem como que as partes entendem estar diante de uma norma jurídica exigível ao se valerem do instituto. Aliado a isto, o resultado pode ser sustentado pela percepção de outros instrumentos similares no ordenamento, a ausência da identificação do fim comum entre as partes, bem como pela teoria da atipicidade contratual.

Palavras-chave: Startups. Investimento-anjo. Mútuo-conversível. Contratos. Atipicidade.

ABSTRACT

Startups play an important role on the production of innovations and on economic development. Since startups do not have all the necessary resources for the development of their business, they often look for financial support from angel investors. In Brazil, although there are some formal options to contract this type of investment, entrepreneurs decided to adopt the so-called convertible notes, strongly inspired by US practice. Such instruments may be defined as an investment made through the granting of a loan, which may be paid on the maturity date through the conversion of the debtor balance into equity. Conversion is mandatory, however, when any liquidity event occurs between the granting of the loan and the maturity. Since the convertible notes have numerous clauses of corporate nature, such instruments can not be classified as the typical institute of loan. In this way, the institute could be classified as a partnership, or as an atypical contract consecrated by customs. This dissertation conducted interviews with twelve people who participated in these operations as investors or entrepreneurs. The results confirm that convertible notes are the instrument commonly used in angel-investment operations, as well as the fact that the parties understand that they are in compliance with a legal standard that is required when using the institute. Allied to this, the result can be sustained by the perception of other similar instruments in the Brazilian legal framework, the absence of the identification of the common objectives between the parts, as well as by the theory of contractual atypicality.

Key-words: Startups. Angel-investment. Convertible debt. Contracts.

LISTA DE SIGLAS

AFAC	Adiantamento para Futuro Aumento de Capital
CGSN	Comitê Gestor do Simples Nacional
CML	Capital Market Line
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getúlio Vargas
MBA	Master of Business Administration
PIB	Produto Interno Bruto
REsp	Recurso Especial
RFB	Receita Federal
SEBRAE	Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJRJ	Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro
TJRS	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 O INVESTIMENTO-ANJO	13
2.1 Startup, investidor e risco	13
2.2 Investimento Anjo nos Estados Unidos: <i>Convertible Notes</i>	20
2.3 Investimento-Anjo no Brasil: estruturas possíveis	25
2.3.1 Aquisição de participação societária	25
2.3.2 Sociedade em conta de participação	30
2.3.3 Lei Complementar 155/2016: contrato de participação	33
3 TÍTULOS DE DÍVIDA CONVERSÍVEL	37
3.1 Mútuo conversível em participação societária: principais características e possibilidade	37
3.2 Sociedade em comum	44
3.3 Invocação dos usos e costumes aplicados aos título de dívida conversível	53
4 METODOLOGIA	63
5 SISTEMATIZAÇÃO E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	66
5.1 Sistematização e apresentação dos resultados	66
5.2 Investidores	66
5.3 Empreendedores	75
6 DISCUSSÃO: SOCIEDADE EM COMUM OU CONTRATO ATÍPICO?	84
6.1 Resultados gerais	84
6.2 Sociedade de fato ou título de dívida conversível?	87
6.3 Outros argumentos que sustentam a atipicidade dos Títulos de Dívida Conversíveis	91
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	105
REFERÊNCIAS	108
APÊNDICE A – DEGRAVAÇÃO DAS ENTREVISTAS	117
ANEXO A – MODELO DE MÚTUO CONVERSÍVEL	150

1 INTRODUÇÃO

O tema do presente trabalho é a análise da principal estrutura jurídica adotada no ecossistema brasileiro para a realização de investimento-anjo em *startups*. Empresas consideradas como *startups*, em sua grande maioria, são constituídas como sociedades limitadas e enquadradas como microempresas ou empresas de pequeno porte. Isso se sustenta a partir do momento que confrontamos os dados sobre a constituição de empresas no país. Os dados da Secretaria da Micro e Pequena Empresa, demonstra que no mês de março de 2015, mais de 22 (vinte e duas) mil sociedades limitadas foram constituídas, número relevantemente maior que todos os demais tipos societários¹.

Conforme demonstra pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) a pedido do Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), em 2011 as micro e pequenas empresas representaram cerca de 27% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, chegando, em valores absolutos, a uma produção de R\$ 599 bilhões². Destaca-se, ainda, o estudo realizado pela FGV, encomendado pelo SEBRAE a pedido da Secretaria da Micro e Pequena Empresa, na pessoa do Min. Guilherme Afif Domingos, o qual revela que no ano de 2013 o crescimento real total de microempresas e empresas de pequeno porte foi de 7,5%³. Além disso, o mesmo estudo ressaltou que nos últimos 10 (dez) anos as microempresas e empresas de pequeno porte foram responsáveis por 84% da geração líquida de empregos⁴. Ao que parece, essa tendência na predominância das microempresas e empresas de pequeno porte se manteve no ano de 2015, haja vista que o mesmo SEBRAE divulgou pesquisa em que na região sul, em média 65,7% das pessoas ocupadas

¹ BRASIL. Presidência da República Secretaria de Governo Secretaria Especial da Micro e Pequena Empresa Departamento de Registro Empresarial e Integração. **Relatório Estatístico Mensal – Nacional**: 01/03/2016 A 31/03/2016. Brasília, DF, 2016. Disponível em: <<http://drei.mdic.gov.br/clientes/drei/drei/documentos/03-relatorio-estatistico-mensal-marco2016.pdf/view>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

² SERVIÇO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). **Micro e pequenas empresas geram 27% do PIB brasileiro**. 24 jul. 2014. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/mt/noticias/Micro-e-pequenas-empresas-geram-27%25-do-PIB-do-Brasil>>. Acesso em: 23 jan. 2018.

³ BRASIL, op. cit., 2016.

⁴ Ibid.

em empregos formais estavam vinculadas a micro ou pequenas empresas⁵. Já na região sudeste, esse número é de 58,4%⁶.

Fica clara a importância que estas empresas possuem no âmbito econômico geral do país. Isso, sem mencionar a maior simplicidade para a gestão e agilidade na tomada de decisão que podem ser fatores de extremo potencial para gerar mais inovação. Nesse sentido, as *startups* têm um papel de destaque. Ainda que não se possa formular um conceito universal deste tipo de empresa, em regra são empresas de base tecnológica, que se propõem à realização de produtos ou serviços inovadores e altamente escaláveis (de alto crescimento e com pouca alteração na estrutura de custo). O exemplo mais clássico de um ecossistema que privilegia estas espécies de empresas é o Vale do Silício, na Califórnia, Estados Unidos da América (EUA). Foi neste lugar que empresas como Apple, Google, Facebook, Microsoft entre outras surgiram e tornaram-se gigantes da economia global.

Destarte, investigar as práticas adotadas pelo ecossistema brasileiro para a realização de investimento em empresas *startups*, torna-se de suma importância. Até mesmo porque em 2016, de acordo com a organização sem fins lucrativos Anjos do Brasil, o investimento-anjo no Brasil cresceu 9%, chegando à cifra de R\$ 851 milhões investidos nestas empresas.

Ocorre que a grande problemática na estruturação de investimentos entre investidor-anjo e *startups* diz respeito à conjugação do binômio "risco do investimento x segurança jurídica". Isso se justifica na medida em que uma *startup*, embora com grande potencial, geralmente não possui um modelo de negócios definido e estabilizado, estando ainda mais sujeita ao risco que um negócio de base tradicional. Deste modo, a utilização das notas conversíveis surgiu como uma espécie de solução mágica, fortemente inspirada na *convertible note* norte-americana, cuja principal característica é o estabelecimento de uma dívida da empresa perante o investidor a qual poderá ser convertida em participação

⁵ SERVIÇO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). **Participação das micro e pequenas empresas na economia brasileira**: região sul. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Relat%C3%B3rio%20Sul.pdf>>. Acesso em: 31 jan. 2018.

⁶ Id. **Participação das micro e pequenas empresas na economia brasileira**: região sudeste. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Relat%C3%B3rio%20Sudeste.pdf>>. Acesso em: 31 jan. 2018.

societária em um evento futuro através de uma taxa de desconto previamente estabelecida.

Assim, o presente trabalho investigará se a utilização de cláusulas de mútuo em dinheiro com previsão de pagamento com a conversão em participação societária, aliada às cláusulas que conferem direitos ao investidor que normalmente são conferidos apenas aos sócios descaracteriza a nota conversível como um acordo de empréstimo entre investidor-anjo e empresa investida e pode estar constituindo uma sociedade em comum entre as partes ou, por outro lado, poderia a prática brasileira estar desenvolvendo uma nova modalidade de contrato a partir da utilização dos usos e costumes como fonte do Direito Empresarial.

Para tanto, o primeiro capítulo deste trabalho demonstrará noções mais introdutórias e gerais sobre as *startups* e os investidores-anjo, bem como apresentará a prática norte-americana e as possibilidades que o ordenamento jurídico pátrio confere aos envolvidos nesta espécie de negócio. Já o segundo capítulo procurará apresentar como as notas conversíveis são normalmente utilizadas entre as partes, expondo os argumentos que poderiam classificar o instituto como uma sociedade em comum ou como um contrato atípico, nascido pela confirmação dos usos e costumes.

O terceiro e o quarto capítulo são destinados à apresentação da metodologia consistente na realização de 12 entrevistas com *players* que participam desta espécie de operação tanto na condição de investidor, como na condição de empreendedor, bem como na apresentação dos resultados obtidos com tais entrevistas. Destaca-se, desde logo, que o principal objetivo das entrevistas foi verificar se as notas conversíveis podem ser consideradas afirmadas pelos usos e costumes como um contrato atípico através do preenchimento dos requisitos comumente apontados pela doutrina para tanto.

O quinto e último capítulo é destinado à discussão dos resultados e constatação sobre a natureza das notas conversíveis enquanto uma espécie de sociedade em comum ou como contrato atípico.

2 O INVESTIMENTO-ANJO

2.1 Startup, investidor e risco

A desigualdade entre países ricos e países pobres é, hoje, muito maior do que em qualquer outro momento da história da humanidade⁷. Tal situação se deve, em grande parte, ao fato de que alguns países cresceram de forma muito mais acelerada do que outros, afinal de contas o enriquecimento de um país não causa, necessariamente, o empobrecimento de outro, bem como pelo fato de que os países pobres, em sua maioria, não empobreceram ainda mais⁸. Exemplo disso, é a renda *per capita* da Argentina em comparação com a da Suécia, a qual em 1870 era 33% (trinta e três por cento) maior, ao passo que em 2004 representava apenas 43% (quarenta e três por cento) da renda *per capita* sueca⁹.

Os dados indicam, no entanto, que tal crescimento não é meramente aleatório, comprovando a importância de políticas públicas e do direito vigente. Os países que viveram sob o regime comunista soviético são uma prova de como tais arranjos podem contribuir para a melhoria do crescimento. Durante o comunismo, tais países não experimentaram uma economia de mercado, o que lhes desestabilizou após a queda do Regime Soviético em 1989. Os países que se comprometeram em tornar-se membros da União Europeia puderam contar com o seu apoio para efetivar medidas com vistas a reduzir a corrupção e criar cortes independentes para a execução do direito privado. As melhorias nas legislações de propriedade intelectual, contratos e do próprio direito comercial contribuíram para um crescimento vibrante após o ingresso na comunidade europeia. O mesmo não pôde ser visualizado para aqueles países que não aderiram à União Europeia, possuindo uma recuperação lenta que somente se iniciou a partir dos anos 2000¹⁰.

Muitos outros exemplos poderiam ser dados e todos apresentariam o mesmo padrão: os países que se tornaram lideranças quando melhoraram seu sistema legal, tornando-os mais efetivos. O fato é que, com sistemas legais mais efetivos, é possível experimentar o crescimento das empresas através da criação de

⁷ COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd. **O nó de Salomão**: como o direito pode erradicar a pobreza das nações. Curitiba: CRV, 2017. p. 32.

⁸ Ibid., p. 32.

⁹ Ibid., p. 32.

¹⁰ Ibid., p. 36-37.

inovações¹¹. Aliás, a inovação tem papel chave no desenvolvimento sustentado. Isto é, a diferença entre uma nação rica e uma pobre é o crescimento econômico, o qual costuma ter como um de seus principais fatores a inovação.

Nesse sentido as *startups* têm um papel de destaque. Tais entidades possuem um papel fundamental no crescimento econômico, na criação de inovações, na criação de empregos e no aumento da competitividade, através de inovações que alteram a forma do comportamento do mercado¹². De uma forma sintética, a *startup* é uma empresa desenhada para criar um novo produto ou serviço sob a condição de incerteza e tem na inovação (seja tecnológica, de produto, de serviço, de processo, de modelo de negócio, entre outras) o foco de seu desenvolvimento operacional¹³. A Associação Brasileira de *Startups* define estas empresas no art. 6º do seu Estatuto, dispondo que:

Art. 6º O objetivo da Associação Brasileira de *Startups* é representar os interesses das **empresas privadas de base tecnológica, com um modelo de negócios repetível e escalável, que possui elementos de inovação e trabalha em condições de extrema incerteza**, perante a sociedade e o poder público em todos os seus níveis, visando ao desenvolvimento, cumprindo-lhe, para tanto [...].¹⁴

Outra definição bastante interessante é a utilizada por Higson e Briginshaw, os quais ensinam que uma *startup* é uma empresa em estágio inicial, cujas características de inovação fazem crer que suas receitas eventualmente irão exceder os seus custos de manutenção¹⁵.

Portanto, neste trabalho, o sentido da palavra *startup* será o de empresas emergentes, de base tecnológica, cercadas de extrema incerteza e com grande potencial de crescimento.

O grande desafio, porém, é justamente o financiamento desta nova empresa em estágio inicial, o que pode lhe trazer problemas de fluxo de caixa e até fazê-la

¹¹ COOTER; SCHÄFER, 2017, op. cit., p. 44-45.

¹² MARKOVA, Sonja; PETKOVSKA-MIRČEVSKA, Tatjana. Entrepreneurial finance: angel investing as a source of funding high-growth start-up firms. **Annals of the University of Petrosani Economics**, Petrosani, v. 10, n. 3, p. 217-224, 2010. p. 227.

¹³ RIES, Eric. **A startup enxuta**: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. São Paulo: Lua de Papel, 2012. p. 34.

¹⁴ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Estatuto Social**. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://104.236.239.212/estatuto-da-associacao-brasileira-de-startups/>>. Acesso em: 27 jan. 2018. Grifo nosso.

¹⁵ HIGSON, Chris; BRIGINSHAW, John. Valuing internet business. **Business Strategy Review**, London, v. 11, n. 1, p. 10-20, 2000. p. 12.

encerrar suas atividades¹⁶. Ocorre que, na esmagadora maioria das vezes, os recursos de que dispõem os empreendedores de *startups* não são suficientes para financiar o crescimento do negócio em escalas maiores, o que não lhes deixa outra saída a não ser buscar o financiamento externo de suas atividades. Conforme a economia nos ensina, uma empresa em fase de expansão e crescimento, vai necessitar constantemente de instrumentos de financiamento de seus projetos. A grosso modo, uma empresa pode buscar financiamento de duas formas diferentes: interna e externamente.

O financiamento interno se dá através de aproveitamento de lucros não distribuídos, economias fiscais, desmobilização de ativos, etc. Já o financiamento externo pode ser obtido com recursos próprios (aumento do capital social, por exemplo) ou com recursos de terceiros, tais como empréstimos bancários, fornecedores, debêntures, *commercial papers*, entre outros¹⁷.

Nos termos que asseveram Wong et al, no financiamento de empreendimento de riscos, muita importância foi dada aos fundos de *venture capital*, no entanto, muitos estudos apontam para o fato de que tais *players* apenas contribuem com menos da metade do capital necessário para empresas em estágio inicial¹⁸. Uma fonte pouco explorada, mas muito importante, no fornecimento de capital para financiar empresas inovadoras é o que se denominou de investidores-anjo. Apesar de a expressão ter sua origem nos financiadores de produções teatrais, hoje o termo tem seu significado ligado ao investimento de risco em *startups*¹⁹.

Markova e Petkovska-Mirčevska ensinam as diferentes fases de uma *startup* e as espécies de financiamento às quais estas podem recorrer. Na primeira delas, chamada de “semente” a empresa é financiada pelo que se popularizou chamar de “três F’s”, ou seja, *Family, friends and fools* (família, amigos e tolos), recebendo aportes que variam de U\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil dólares) a U\$ 100.000,00 (cem mil dólares). Na segunda fase, de “*startup*”, as empresas costumam ser financiadas pelos investidores-anjo, em patamares que variam de U\$ 100.000,00 (cem mil dólares) a U\$ 500.000,00 (quinhentos mil dólares). Após esse estágio, a empresa se encontra no estágio avançado e vai necessitar de capital na faixa dos

¹⁶ MARKOVA; PETKOVSKA-MIRČEVSKA, 2010, op. cit., p. 218.

¹⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 190.

¹⁸ WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. Angel finance: the other venture capital. **Strategic Change**, London, v. 18, n. 7/8, p. 221-230, 2009. p. 221.

¹⁹ Ibid., p. 222.

U\$ 500.000,00 (quinhentos mil dólares) a U\$ 2.000.000,00 (dois milhões de dólares), sendo financiada pelos fundos de *venture capital*²⁰.

Percebe-se, portanto, que o investimento-anjo cumpre um importante papel em preencher o espaço entre o financiamento mais inicial, feito por pessoas próximas aos empreendedores da *startup* e os fundos de *venture capital*, os quais realizam aportes maiores e em empresas com mais estabilidade. Mas, uma pergunta que precisa ser respondida diz respeito ao que se entende como investidor-anjo.

Considera-se investidor-anjo a pessoa que investe em empresas privadas, que não têm suas ações negociadas no mercado de capitais e cujos fundadores não têm qualquer relação de parentesco ou afinidade²¹. Também podem ser definidos como investidores de risco que têm como foco empresas muito jovens e com grandes dificuldades²², mas que apresentam grande potencial de crescimento, investindo seu próprio capital²³.

Wong et al também salientam que os investidores-anjo investem seu próprio dinheiro nas *startups*, diferenciando-os dos fundos de *venture capital* que normalmente apenas administram os valores confiados a eles²⁴. Outra excelente definição de investidor-anjo é a que consta no sítio eletrônico da Anjos do Brasil, uma entidade sem fins lucrativos que tem como objetivo o fomento desta modalidade de investimento:

O Investimento-Anjo é o investimento efetuado por pessoas físicas com seu capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (as startups) apresentando as seguintes características:

1. É efetuado por profissionais (empresários, executivos e profissionais liberais) experientes, que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos além dos recursos financeiros, por isto é conhecido como smart-money.
2. Tem normalmente uma participação minoritária no negócio.
3. Não tem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como um mentor/conselheiro²⁵.

²⁰ MARKOVA; PETKOVSKA-MIRČEVSKA, 2010, op. cit., p. 219.

²¹ DEGENNARO, Ramon. P.; DWYER, Gerald P. Expected returns to stock investments by Angel investors in groups. **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series**, Atlanta, n. 14, p. 1-48, 2010. p. 1.

²² KERR, William R.; LERNER, Josh.; SCHOAR, Antoinette. The consequences of entrepreneurial finance: evidence from angel financings. **Review of Financial Studies**, Raleigh, v. 27, n. 1, p. 20-55, 2014. p. 25.

²³ WILLIAMSON, James J. The JOBS act and middle-income investors: why it doesn't go far enough. **The Yale Law Journal**, Yale, v. 122, n. 7, p. 2069-2080, 2013. p. 2071.

²⁴ WONG; BHATIA; FREEMAN, 2009, op. cit., p. 222-223.

²⁵ ANJOS DO BRASIL. **O que é um investidor anjo?**. c2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>>. Acesso em: 01 fev. 2018.

Uma vez que este investimento é realizado, via de regra, por indivíduos, o perfil deste tipo de investidor e a forma de realizar as operações experimenta muitas variáveis de caráter pessoal, mas é muito comum que tais investidores sejam empreendedores de sucesso que passaram por operações de venda ou assumiram um papel mais consultivo em seus negócios. Justamente por estas características pessoais é que estes investidores têm a tendência de realizar aportes em empresas que atuem no mesmo segmento aos quais estão acostumados, facilitando o auxílio no crescimento dos empreendedores²⁶.

O investimento-anjo, portanto, é aquele realizado entre um investidor (ou grupo de investidores) com as características mencionadas acima em uma empresa enquadrada como *startup*.

Por óbvio que a operação em comento, pelas próprias características das *startups* de atuarem em ambiente de grande incerteza, traz a assunção de um risco elevado aos investidores. A decisão sobre o investimento em uma empresa nascente se faz obrigatoriamente sobre o sopesamento entre o risco e o retorno esperado. Assaf Neto ensina que as decisões sobre investimento não são tomadas em ambiente de total certeza com relação a seus resultados e justamente por estarem essas decisões fundamentalmente voltadas para o futuro, é imprescindível que se introduza a variável incerteza como um dos seus mais significativos aspectos. Toda a vez que a incerteza possa ser quantificada através de determinados indicadores, tal decisão está sendo tomada sob risco. O risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores²⁷.

Importante destacar, também, a diferença apontada por Knight, que afirma que a diferença prática entre risco e incerteza é que na primeira a distribuição do resultado num grupo de casos é conhecida (quer através do cálculo a priori, quer das estatísticas da experiência passada), enquanto no caso da incerteza isso não ocorre, em geral devido ao fato de que é impossível formar um grupo de casos, porque a situação que se enfrenta é, em alto grau, singular²⁸. Assim, nos termos que conclui Cristiano Carvalho, a incerteza se refere a situações em que não se conhece

²⁶ WONG; BHATIA; FREEMAN, 2009, op. cit., p. 223.

²⁷ ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 219.

²⁸ KNIGHT, Frank H. **Inteligência e ação democrática**. Tradução de Francisco J. Berali. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1989. p. 249.

ou não se pode conhecer a distribuição de probabilidade dos resultados. O risco, por outro lado, denota a situação em que se podem estabelecer os possíveis resultados e suas respectivas probabilidades de ocorrência²⁹.

Assaf Neto expõe que o risco total de qualquer ativo é mensurado pela soma de seu risco sistemático e o não sistemático, assim diferenciando-os:

O risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado e é determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Não há como evitar totalmente o risco sistemático e a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para redução desse risco, que atua somente sobre o risco diversificável (não sistemático). O risco definido por não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si. Por exemplo, as carteiras diversificadas costumam conter títulos de renda fixa e de renda variável, os quais são atingidos de maneira diferente diante de uma elevação de juros da economia; as ações de empresas cíclicas (montadoras de veículos, construção civil etc.), de maior risco, costumam compor carteiras com ações de negócios mais estáveis (menos cíclicos) diante das flutuações da conjuntura econômica, como indústrias de alimentos; e assim por diante³⁰.

No entanto, essa separação entre risco sistemático e não sistemático nem sempre se apresenta tão dissociada uma da outra, pois até mesmo uma notícia específica sobre determinada empresa pode afetar o mercado como um todo³¹.

Já a mensuração deste risco é realizada através de critérios probabilísticos, notadamente a probabilidade objetiva, que é realizada através de informações e dados históricos do próprio ativo e a probabilidade subjetiva, pautada na intuição, conhecimento e até mesmo crença do investidor³².

É possível perceber, assim, que a decisão pelo investimento-anjo em uma *startup* é tomada sob grande grau de risco, apoiando-se o investidor muito mais na sua experiência de mercado do que propriamente em dados históricos da empresa (que em grande parte sequer são operacionais e não possuem tais informações). Ao que parece, os investidores-anjo adotam o comportamento exposto por Aswath Damodaran, através do qual aceitam que os riscos também apresentam oportunidades, sopesam os lados positivos e negativos de cada uma destas

²⁹ CARVALHO, Cristiano. **Teoria da decisão tributária**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 99.

³⁰ Ibid., p. 226.

³¹ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015. p. 381.

³² ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 226.

oportunidades e optam por aqueles que, em sua avaliação, estão dispostos a correr³³.

Ainda sobre a decisão do investidor, é preciso lembrar que toda a decisão em finanças também leva em consideração o retorno esperado. Conforme Assaf Neto, para um mesmo nível de risco, o investidor racional seleciona a alternativa de investimento de maior retorno esperado. Sendo assim, se dois ou mais investimentos apresentarem o mesmo retorno esperado, a escolha será para aquele que oferecer a menor volatilidade³⁴.

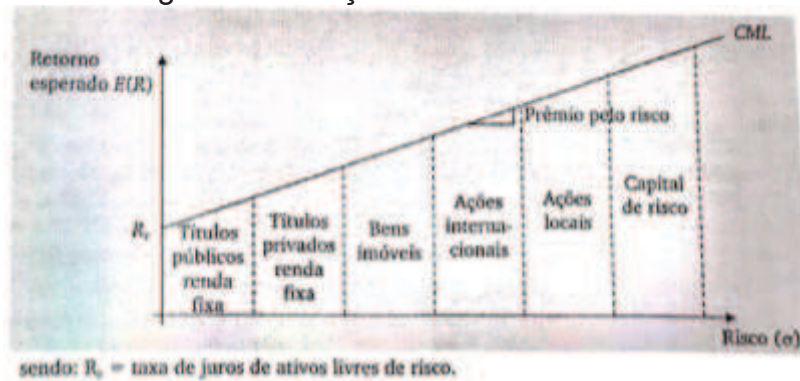
Verifica-se desta forma que os investidores anjos realizam investimentos em empresas nascentes, ainda que com elevado grau de risco, com vistas em elevados retornos. Não há como esperar altos retornos com ativos de baixo risco, de modo que o elevado grau de risco deve ter seu retorno premiado com maior remuneração. Tal constatação se comprova a partir da apresentação da *CML – Capital Market Line*, desenvolvida por James Farrel e apresentada por Assaf Neto. Tal linha é apresentada em um gráfico de relação entre risco e retorno. Os ativos que apresentam menor risco são os que apresentam o menor retorno e, opostamente, os maiores riscos apresentam os maiores retornos. Na posição do gráfico com maior grau de risco e taxa de retorno, encontram os capitalistas de risco, posição em que se enquadram os investidores anjo³⁵, como podemos observar a seguir:

³³ DAMODARAN, Aswath. **Gestão estratégica do risco**: uma referência para a tomada de riscos empresariais. Porto Alegre: Bookman, 2009. p. 365.

³⁴ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 14.

³⁵ Apesar de possuírem características similares, principalmente a baixa aversão ao risco, investidores anjo e *venture capitalists* pertencem à classes diferentes de investidores. Ross, Westerfield e Jaffe apontam que a principal diferença entre as espécies está no fato de os investidores anjo utilizarem recursos próprios, enquanto os capitalistas de risco normalmente investem os recursos de terceiros e fazem sua gestão. Sobre o tema conferir ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2015, op. cit., p. 672.

Figura 1 - Relação entre risco e retorno



Fonte: Assaf Neto³⁶.

Obviamente que uma menor aversão ao risco não implica necessariamente em apontar uma completa indiferença quanto a este fator. Justamente por isso que os instrumentos jurídicos que passaram a ser adotados para formalizar tais operações procuraram conjugar diversos fatores, notadamente a segurança do investidor em face das eventuais dívidas da empresa investida.

2.2 Investimento Anjo nos Estados Unidos: *Convertible Notes*

Um dos grandes problemas para a realização de operações de investimento em empresas nascentes é justamente o que Cooter e Shäfer denominam de desconfiança recíproca. Isto é, o investidor não deseja alocar o investimento sem certificar-se que a ideia ou o projeto efetivamente possui valor, ao passo que o empreendedor não deseja revelar sua ideia sem certificar-se que o investidor não irá disseminá-la. Deste modo, o investidor deverá confiar que o empreendedor não irá se apropriar do capital, e o empreendedor confiar que o investidor não irá se apropriar da ideia. Os autores também apontam que a operação irá obrigar tanto o empreendedor como o investidor a tomar riscos recíprocos, de modo que a cooperação entre as partes irá funcionar sempre que acreditarem que o desenvolvimento em conjunto (ideia e capital) da inovação é mais rentável que a guarda de seus recursos³⁷.

³⁶ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 242.

³⁷ COOTER, Robert; SHÄFER, Hans-Bernd. O Problema da desconfiança recíproca. In: SALAMA, Bruno Meyerhof. **Direito e economia**: textos escolhidos. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 305-324. p. 307.

Tal situação, de certo modo, acaba por confiar ao direito o papel de fornecer instrumentos e a efetividade necessária para que ideias e capital sejam aliados na produção de inovações e conseqüentemente do desenvolvimento econômico.

Cooter e Schäfer afirmam que a inovação irá se desenvolver tanto mais quanto o sistema legal for eficiente, conforme os exemplos acima já mencionados. Outro exemplo que trazem os autores, diz respeito aos ciclos de financiamento no Vale do Silício, notadamente um dos maiores *hubs* de inovação do mundo. As espécies de financiamento³⁸ são: relacional, o de capitalistas empreendedores e o financiamento público³⁹.

No financiamento relacional, segundo os autores, é necessário possuir um direito de propriedade aliado à relação desenvolvida entre o grupo de família e amigos do empreendedor para que as operações se processem da melhor forma possível. Já no segundo estágio, é o direito contratual que necessita ser eficiente, já que, via de regra, não há uma prévia relação entre os empreendedores e os investidores, ficando a relação regulada em instrumentos contratuais. Por fim, na fase de financiamento público, é preciso ter uma legislação empresarial e de mercado de capitais eficiente⁴⁰.

O investimento-anjo encontra-se alocado na segunda fase de financiamento no Vale do Silício, e um dos instrumentos mais utilizados para a realização destas operações é a *convertible note*. É importante a observação desse instrumento na prática norte-americana, uma vez que ele inspirou os títulos de dívida conversível objeto deste trabalho. Logicamente que toda a ressalva deve ser feita ao se analisar um ordenamento jurídico estrangeiro, posto que possui sistema legal diferente (*Common Law*) e características socioeconômicas muito particulares que também influenciam na formação do direito.

A *convertible note* norte-americana se caracteriza como uma espécie de empréstimo realizado pelo investidor à *startup* em uma fase inicial de seu desenvolvimento, o qual poderá ser convertido em participação societária em um evento futuro, via de regra uma nova rodada de investimento⁴¹. Ao adquirir uma dívida ao invés de ações, o investidor assegura que em um primeiro momento, onde

³⁸ HIGSON; BRIGINSHAW, 2000, op. cit., p. 12.

³⁹ COOTER; SCHÄFER, 2017, op. cit., p. 47-49.

⁴⁰ Ibid., p. 50-51.

⁴¹ WALKER, Scott Edward. Everything you ever wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask). **Tech Runch**, 7 Apr. 2012. p. 1. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>>. Acesso em: 29 jan. 2018.

a incerteza sobre o sucesso do empreendimento é ainda maior, ele terá prioridade em receber seu crédito sobre os demais sócios, bem como terá como garantia todos os bens da empresa investida⁴².

A utilização destes instrumentos é normalmente justificada pela dificuldade que os investidores encontram em avaliar uma empresa em estágio inicial. Desta forma, com a contratação de um *convertible note* a avaliação de quanto aquele investimento inicial representará de participação societária na empresa ficará para um momento posterior, normalmente uma segunda rodada de investimentos. Outras vantagens normalmente elencadas pela prática norte-americana na utilização destes instrumentos é a maior simplicidade e agilidade na negociação entre as partes, a possibilidade de não conferir aos investidores poder de controle sobre o negócio e de realizar um primeiro investimento com um preço variável⁴³.

Também é apontada como razão para a utilização destes instrumentos o fato de que nos EUA o valor a ser dispendido para formalizar uma rodada de investimento direito em participação na empresa é muito alto, podendo chegar a dezenas de milhares de dólares. Ao passo que, no caso de um grande fundo de investimento, que poderá investir milhões de dólares, isso não seja percebido como um grande problema, o fato é que numa rodada de investimento-anjo esses custos não compensam. Deste modo, instrumentalizar o investimento através de uma dívida que pode se transformar em participação acionária no futuro e deixar o cálculo de avaliação do negócio para uma rodada futura acaba sendo bastante interessante⁴⁴.

Em outras palavras, como colocar o preço em uma empresa que possui dois engenheiros da computação e um protótipo? O valor iria variar se algum deles tivesse um MBA (*Master of Business Administration*) ou outra qualificação? Todas essas perguntas são difíceis de ser respondidas em um estágio inicial da empresa e realizar um procedimento de avaliação do negócio pode ser extremamente custoso e demorado, razão pela qual a utilização destes títulos agiliza a operação e deixa a

⁴² ROSENBLUTH, James E. Venture Investing in the “New” New Economy: strategies for enhancing investor value and minimizing risk. In: **The Investment Lawyer**: converging legal and regulatory issues of asset management, Aspen, v. 8, n. 6, p. 9-12, 2001. p. 9.

⁴³ WALKER, 2012, op. cit., p. 1.

⁴⁴ ROSE, David S. **Angel investing**: the gust guide to making money and having fun investing in startups. New Jersey: Willey, 2014. p. 115.

problemática de avaliar o valor da empresa para um momento posterior, onde já estarão à disposição mais dados e projeções confiáveis⁴⁵.

De maneira bastante didática, Rafael Younis Marques assim explica a lógica deste instrumento:

Exemplificativamente, diga-se que no momento D+0 um grupo de investidores-anjo invistam USD 100 mil numa startup, consubstanciado numa *convertible note*, e estipulem uma taxa de desconto de 20% sobre a avaliação da próxima rodada.

No momento D+1, onde ocorre um investimento qualificado (determinado com base nos documentos da transação) que normalmente é conhecido como *Series A*, os segundos investidores adquiram uma participação no capital social da startup de 10%, ao valor de USD 500 mil (note que o investimento e Series A é feito em equity).

Mediante uma conta matemática simples, em que se divide o valor do investimento pelo percentual de participação ($500.000 / 0,10$), é possível depreender que a startup como um todo foi avaliada por USD 5 milhões na segunda rodada de investimento. Portanto, para aqueles investidores do momento D+0, que queiram converter o empréstimo em participação na startup nesse momento, será utilizado como valor da avaliação os USD 5 milhões, reduzidos pela taxa de desconto acordada inicialmente (20%), chegando-se, então, ao montante de USD 4 milhões.

Considerando-se, então, os USD 4 milhões da avaliação a ser aplicada aos investidores da rodada ocorrida em D+0, pelo valor que eles entregaram à startup (USD 100 mil), tem-se que eles terão direito a adquirir participação equivalente a 2,5% do capital social da empresa ($100.000 / 4.000.000$)⁴⁶.

É possível achar, contudo, autores não tão simpáticos à ideia de se utilizar tais instrumentos. Isso porque a depender do investidor, pode ser muito difícil realizar a precificação de um investimento em uma empresa tão nova e com diversas incertezas, típico de *startups*. A falta de poder de voto em assembleias para esses investidores também acaba pesando na hora de estruturar essa espécie de investimento⁴⁷. Como bem salienta Kellner, tais instrumentos têm conferido mais agilidade na estruturação dos investimentos anjo em empresas pouco maduras, mas tais benefícios tendem a diminuir, senão vejamos:

⁴⁵ NORMAN, Mike. How convertible notes work. **We Funder**, 10 July 2012. Disponível em: <<https://wefunder.com/post/17-how-convertible-notes-work>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

⁴⁶ MARQUES, Rafael Younis. **Notas conversíveis no equity crowdfunding**: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 87-88.

⁴⁷ KELLNER, Aaron. Pros and cons of convertible notes. **Seed Invest**, 1 Sept. 2016. Disponível em: <<https://www.seedinvest.com/blog/startup-investing/pros-and-cons-of-convertible-notes>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

Due to the current complications surrounding priced rounds, convertible notes can streamline a *startup's* fundraising process. As standardization increases the speed, reduces the cost, and minimizes complexity of priced rounds, the benefits associated with convertible notes will become more muted. In the meantime, convertible notes can still serve as a mutually agreeable form of financing, quickly delivering much needed capital to startups and potentially large returns to investors⁴⁸.

David Rose também salienta alguns pontos negativos na utilização de notas conversíveis na prática americana. Para o autor, em um cenário de um evento de liquidez ocorrer antes da data de conversão, os empreendedores poderiam simplesmente pagar o empréstimo com juros e não converter em participação societária, caso o instrumento não seja bem redigido⁴⁹. Além disso, o autor ainda comenta que as notas conversíveis concedem poucos direitos aos investidores e que os empreendedores podem emitir uma série de notas conversíveis com *valuations* distintos:

Notes typically provides fewer rights and protections to the investor - those importante details contribute to the cost of writing and negotiating an equity round. One further wrinke is that while everyone investing in an equity round will be investing on the same terms at the same valuation, with a series of convertible notes a company can choose to raise money at different valuations from different investors⁵⁰.

Deve ser ressaltado, ainda, que como as *convertible notes* são uma forma de investimento através de dívida, elas contêm uma data de vencimento em que devem ser pagas com dinheiro ou com a conversão em participação societária. Contudo, como o investidor tem a percepção de que a conversão do empréstimo em participação societária em um momento futuro tende a valer mais do que o mero pagamento do principal mais juros, a intenção é sempre a conversão em participação societária. Na verdade, a única razão para que o investidor não converta seu empréstimo em participação seria no caso de a *startup* estar indo tão mal que não haveria uma nova rodada de investimento⁵¹.

Nesse sentido, se a empresa está indo mal o suficiente para não conseguir levantar uma nova rodada de investimento, é muito provável que ela não tenha os recursos para o pagamento do empréstimo ao investidor, razão pela qual dificilmente a cláusula do pagamento do empréstimo no vencimento é utilizada para que o

⁴⁸ KELLNER, 2016, op. cit.

⁴⁹ ROSE, 2014, op. cit., p. 118.

⁵⁰ Ibid., p. 118.

⁵¹ Ibid., p. 119.

investidor recupere os valores. Na verdade, o vencimento, quando a *startup* não está indo muito bem, é utilizado para que as partes sentem novamente à mesa de negociações, para que cheguem a novos termos, que pode ser a extensão do prazo, novos critérios para a conversão ou, no mais improvável cenário, a cobrança dos valores⁵².

Percebe-se, assim, que a prática americana, ao menos na realização de investimento considerado anjo, aponta para a utilização de instrumentos que se podem considerar híbridos, contendo características de instrumentos de dívida e de aquisição de participação societária. Por óbvio que tal instrumento não é a única alternativa disponível no mercado americano, mas ele se mostra interessantíssimo por inspirar a criação de instrumentos em outros ordenamentos, como o brasileiro, que passaremos a expor.

2.3 Investimento-Anjo no Brasil: estruturas possíveis

Logicamente que o presente trabalho não pretende esgotar a forma como o investimento-anjo poderia ser instrumentalizado no Brasil⁵³. Contudo, algumas formas que, em princípio, saltariam aos olhos para a realização da operação merecem um especial destaque. Deste modo, nesta seção, serão abordadas como forma de realização de investimento anjo: a) a aquisição de participação societária; b) a sociedade em conta de participação e; c) contrato de participação da Lei Complementar 155/2016. Já a utilização dos títulos de dívida conversível serão abordadas em capítulo próprio, justamente por ser a temática principal deste trabalho.

2.3.1 Aquisição de participação societária

A aquisição de participação societária, em uma análise mais apressada, poderia se manifestar como a forma mais lógica de instrumentalização do investimento-anjo. Ora, se existe de um lado um sujeito que deseja aportar recursos em um determinado projeto e como contrapartida deseja receber participação nos

⁵² ROSE, 2014, op. cit., p. 119.

⁵³ Talvez nem seja possível realizar tal tarefa, na medida em que no uso da liberdade de contratar, as partes podem criar contratos atípicos, conforme disposição do Código Civil Brasileiro, em seu art. 425.

resultados ou na sua venda e, de outro, empreendedores que necessitam destes recursos e não possuem nada a oferecer a não ser a participação neste mesmo projeto, não é absurdo que se imagine que estes indivíduos contratem uma sociedade entre si.

Entretanto, é preciso ter em mente que, apesar do menor grau de aversão ao risco que os indivíduos que realizam estas operações possuem, eles não são completamente indiferentes quanto à sua existência. Em outras palavras, apesar de até estarem dispostos a eventualmente perderem os recursos aportados pelo insucesso da *startup* investida, os investidores preferem que a perda fique limitada ao investimento realizado, o que nem sempre será uma garantia ao se tornar sócio de uma sociedade. Isso se deve pela possibilidade da aplicação da desconsideração da personalidade jurídica.

A desconsideração da personalidade jurídica tem sido conceituada como a suspensão temporária da personalidade jurídica, em determinado caso concreto, atribuindo-se aos seus sócios ou administradores as relações que inicialmente seriam imputadas à pessoa jurídica, isto é, sócio ou administradores, em determinadas situações podem vir a ser pessoalmente responsáveis por dívidas da empresa⁵⁴. A teoria, de origem no direito anglo-saxão e no Brasil desenvolveu-se pautada na necessidade de se afastar eventual impossibilidade de correção de fraudes ou abusos por conta da autonomia patrimonial da pessoa jurídica⁵⁵.

De acordo com que leciona Fábio Ulhoa Coelho, teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica não é uma teoria contrária à personalização das sociedades empresárias e à sua autonomia em relação aos sócios, mas seu objetivo é preservar o instituto, coibindo práticas fraudulentas e abusivas. Justamente pelo fato de que a limitação da responsabilidade pessoal dos sócios ser um forte incentivo à atividade econômica, que as perdas eventualmente

⁵⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Notas sobre poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 1, p. 103-113, 2013. p. 111; KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante. **A desconsideração da personalidade jurídica e os grupos de empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 69.

⁵⁵ DIDIER JÚNIOR, Fredie; LIPANI, Júlia. Desconsideração inversa da personalidade jurídica – princípio da boa-fé – proibição do tu quoque – aspectos processuais da desconsideração da personalidade jurídica. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**, São Paulo, v. 13, p. 445-446, 2017. p. 446

sofridas por uma sociedade empresárias são socializadas entre os sócios e os credores, também exercentes de atividades de risco⁵⁶.

Deste modo, a teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica impõe, para sua incidência, manipulação fraudulenta ou abusiva da pessoa jurídica⁵⁷. Os requisitos de aplicação da teoria maior são os expostos no art. 50 do Código Civil, quais sejam o desvio de finalidade ou a confusão patrimonial, neste caso o juiz poderá "decidir que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica"⁵⁸.

É preciso recordar, na esteira do que leciona Luiz Gastão Paes de Barros Leães que sob o ângulo do desvio de finalidades, justifica-se a invocação da técnica da desconsideração da personalidade jurídica, devendo o ônus dessa deslocação do centro de responsabilidade ser imputado a todos os fizeram uso indevido da separação patrimonial. Já no que diz respeito à confusão patrimonial, quando o sócio mistura o seu patrimônio pessoal com o patrimônio da sociedade, a sua responsabilidade se impõe não por fato de outrem, mas em consequência de ato próprio: quem ignora a separação patrimonial, confundindo o seu patrimônio com o patrimônio social, não pode, contraditoriamente, invocar a separação que ignorou, respondendo, destarte, por ato seu. Assim também quando a conduta dos sócios e da sociedade adquire uma aparência jurídica de indistinção: quem criou uma aparência de confusão de interesses deve responder por ato próprio⁵⁹.

Ainda sobre a aplicação da teoria maior, Ulhoa Coelho conclui:

⁵⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. A teoria maior e a teoria menor da desconsideração. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 65, p. 21-30, 2014. p. 23-24.

⁵⁷ FIGUEIREDO, Luciano L. Os novos contornos da teoria da desconsideração da pessoa jurídica: um estudo em busca da efetividade dos direitos. **Revista de Direito do Trabalho**, São Paulo, v. 124, p. 140-156, 2006. p. 143.

⁵⁸ ANDRADE JUNIOR, Mozart Viela. Desconsideração da personalidade jurídica: uma visão dualista da disregard doctrine. **Revista de Processo**, São Paulo, v. 252, p. 59-77, 2016. p. 62.

⁵⁹ LEÃES, 2013, op. cit., p. 111.

Em virtude de sua importância fundamental para a economia capitalista, o princípio da personalização das sociedades empresárias, e sua repercussão quanto à limitação da responsabilidade patrimonial dos sócios, não pode ser descartado na disciplina da atividade econômica. Em consequência, a desconconsideração deve ter necessariamente natureza excepcional, episódica, e não pode servir ao questionamento da subjetividade própria da sociedade. Esse é o sentido da ressalva de Serick ao seu primeiro princípio e do segundo, em que insiste no descabimento da desconconsideração quando não caracterizada especificamente a fraude na manipulação da forma da pessoa jurídica. Quer dizer, não se justifica o afastamento da autonomia da pessoa jurídica apenas porque um seu credor não pôde satisfazer o crédito que titulariza. É indispensável tenha havido indevida utilização, a deturpação do instituto⁶⁰.

A teoria menor da desconconsideração, a seu turno, é menos exigente em sua aplicação. Em seu âmbito de aplicação, se a sociedade não possui patrimônio, mas o sócio for solvente, isso basta para responsabilizá-lo por obrigações daquela. A formulação menor não se preocupa em distinguir a utilização fraudulenta da regular do instituto, nem questiona se houve ou não abuso de forma. Equivale, em outros termos, à simples eliminação do princípio da separação entre pessoa jurídica e seus integrantes⁶¹.

No Direito do Trabalho, nos últimos anos, a aplicação da teoria menor tem sido feita de forma ampla, sendo um dos ramos do Direito de maior aplicação da vertente. Se antes a limitação da responsabilidade dos sócios deveria passar por determinadas situações concretas para ser desconconsiderada, hoje a mera insuficiência patrimonial da sociedade permite que assim o faça. A base para essa aplicação mais ampla pelo Direito do Trabalho, encontra-se no princípio da alteridade, pelo qual não se pode transferir ao trabalhador os riscos do negócio⁶².

Sobre a responsabilização dos sócios no âmbito trabalhista, merece destaque a lição de Salama⁶³:

⁶⁰ COELHO, 2014, op. cit., p. 24.

⁶¹ Ibid., p. 25.

⁶² DELGADO, Maurício Godinho. **Curso de direito do trabalho**. 9. ed. São Paulo: LTr, 2010. p. 383.

⁶³ SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil**: história, direito e economia. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 199.

Com isso, o foco do direito do trabalho migrou da relação de emprego para a dívida. Historicamente, as discussões do direito do trabalho tiveram por objeto a caracterização da relação de emprego, e muito se escreveu sobre quais suas características básicas e as condições bastante estritas dentro das quais o patrimônio dos sócios poderia ser atingido. Nesse contexto, a responsabilização de sócio fora sempre vista como medida excepcional destinada a coibir fraudes, que por sinal não podiam ser pressupostas, mas ao contrário necessitavam ser provadas, mediante procedimento em contraditório.

As últimas décadas, no entanto, reverteram essa tendência, e de modo bastante radical. Enquanto a relação de emprego precisa ser demonstrada, a dívida precisa ser paga. Daí vem a noção, hoje predominante na jurisprudência, de que em matéria trabalhista a mera insuficiência patrimonial da empresa é fundamento válido para a responsabilização.

Já no Direito Empresarial, a desconsideração é aplicada de acordo com os pressupostos da teoria maior, isto é, verificada a existência de fraude ou abuso caracterizado pelo desvio de finalidade ou confusão patrimonial. É preciso salientar que a prova da confusão patrimonial e/ou do desvio de finalidade caberá ao credor. Prova disso é o entendimento do Superior Tribunal de Justiça (STJ), consubstanciado no Recurso Especial (REsp) 1325663/SP, de relatoria da Ministra Nancy Andrighi. No caso em comento, a Ministra expõe que não basta a mera condição de sócio majoritário para a aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, uma vez que a teoria exposta. no art. 50 do Código Civil recepciona e consagra a Teoria Maior da Desconsideração, pela qual devem ser demonstrados o desvio de finalidade e a confusão patrimonial para sua aplicação⁶⁴.

Aliás, o STJ, em julgamento recente, firmou o entendimento que no âmbito de aplicação da Teoria Maior (via de regra nas relações empresariais), a mera insuficiência de patrimônio da sociedade ou até mesmo sua dissolução irregular não são suficientes para ensejar a aplicação da teoria. De acordo com o voto da Ministra Nancy Andrighi, é necessária a comprovação de que a sociedade tenha sido usada como expediente para fraudar credores de forma dolosa, reafirmando, mais uma vez o caráter excepcional do instituto⁶⁵.

⁶⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1325663/SP**. Recorrente: Morocó Participações e Comércio AS. Recorrido: Riprauto Veículos Ltda. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 11 de junho de 2013. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=28678293&num_registro=201200243742&data=20130624&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 05 fev. 2018.

⁶⁵ Id. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1526287/SP**. Recorrentes: Milton Collavini e Shopping Center São Bernardo do Campo S/C Ltda. Recorrido: José Roberto de Araújo Pelosini. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 16 de maio de 2017. Disponível em: <<https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=72483>>

Destarte, percebe-se que no âmbito do direito do trabalho, conforme o atual entendimento jurisprudencial, a mera insuficiência de patrimônio da sociedade poderá ensejar a responsabilização dos sócios. Já no Direito Empresarial, a confusão patrimonial e/ou o desvio de finalidade deverão ser comprovados para que sócios possam ser responsabilizados por eventuais débitos da sociedade⁶⁶.

Ocorre, no entanto, que numa operação já arriscada em sua essência, os investidores acabam optando por não acrescentar mais um elemento de risco. Assim, em que pese a possibilidade da instrumentalização do investimento anjo através da aquisição de participação societária na *startup* não tem sido uma opção muito considerada pela prática brasileira⁶⁷.

2.3.2 Sociedade em conta de participação

Outra forma bastante interessante de se pensar a operacionalização do investimento-anjo seria a contratação de uma sociedade em conta de participação entre investidor e a *startup*.

A Sociedade em Conta de Participação, regulada nos arts. 991 a 995, do Código Civil, se caracteriza por ser uma sociedade desprovida de personalidade jurídica e patrimônio autônomo, sendo um modelo bastante informal, pois não há a necessidade de registrar seus atos constitutivos. Ressalta-se, no entanto, que a Instrução Normativa nº 1.470/14, da Receita Federal do Brasil, obriga que as sociedades em conta de participação se inscrevam no CNPJ⁶⁸.

Tal espécie societária possui duas espécies de sócios (sócio ostensivo e o sócio participante) e só produz efeitos entre estes, não aparecendo perante terceiros. Em outras palavras, na exploração da atividade econômica, apenas o

125&num_registro=201301755052&data=20170526&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 5 fev. 2018.

⁶⁶ Salienta-se, no entanto, que com a entrada em vigor do Novo Código de Processo Civil Brasileiro, a desconsideração da personalidade jurídica passou a ser objeto de procedimento específico, disciplinado entre os art. 133 e 137, do diploma. Esse procedimento suspende o processo e é facultado às partes o requerimento para produção de provas. A procedência do incidente fica condicionada à comprovação dos requisitos apontados acima que autorizam a medida da desconsideração. Sobre o tema ver: DIDIER JÚNIOR; LIPANI, 2017, op. cit.

⁶⁷ COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato com Investidor-Anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 115-130. p. 121.

⁶⁸ COELHO, Giulliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. Contrato de investimento em startup pela ótica da teoria da agência: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 976, p. 221-239, 2017. p. 226.

sócio ostensivo obriga-se perante terceiros, contratando em nome próprio (art. 991, parágrafo único do Código Civil) e assumindo todos os riscos aparentes do empreendimento. Desta forma, nas relações com fornecedores, empregados, consumidores e outros *players*, será apenas o sócio ostensivo a figurar na relação jurídica obrigacional, afastando da responsabilidade o sócio participante⁶⁹.

Trazendo a temática para o contexto do investimento-anjo, a *startup* seria a sócia ostensiva, assumindo todas as obrigações perante terceiros e todos os riscos do empreendimento. Do outro lado, o investidor figuraria como sócio participante, correndo o risco apenas de perder os valores porventura investidos. Aliás, essa solução é apontada na doutrina como um mecanismo célere, simples e com custo razoável para a busca de recursos para empresas em estágios iniciais⁷⁰.

Em que pese a aparente informalidade e a possibilidade de o investidor não ser responsabilizado por dívidas da empresa na condição de sócio participante⁷¹, esta opção, ao menos em termos de investimento-anjo, não tem sido adotada no mercado por uma questão tributária, qual seja, a impossibilidade da *startup* continuar como optante pelo regime tributário do Simples Nacional.

Conforme se depreende da Resolução do Comitê Gestor do Simples Nacional (CGSN) nº 94/2011, uma sociedade empresária optante pelo Simples não pode participar como sócia ostensiva ou participante de uma Sociedade em Conta de Participação, conforme estabelece o art. 74, I, de tal resolução. Na hipótese, estabelece o dispositivo que as alterações realizadas nos dados do Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) que informar à Receita Federal do Brasil a participação em uma Sociedade em Conta de Participação, equivalerá à comunicação obrigatória de exclusão do regime. Tal posicionamento da Receita Federal tem se confirmado, vide a Solução de Consulta nº 122 de 19 de Dezembro

⁶⁹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Sociedade em conta de participação: aplicações práticas e diferentes formatações. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas**: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016. P. 617-637. p. 618.

⁷⁰ Ibid., p. 621.

⁷¹ A não responsabilização neste caso decorreria da natureza mista em termos de responsabilidade da Sociedade em Conta de Participação. Nos termos que leciona Arnoldo Wald, o principal atributo desta espécie de sociedade está na presença de um sócio ostensivo, que, em seu próprio nome, contrai as obrigações decorrentes das atividades sociais, utilizando dos seus aportes e daqueles feitos pelos demais sócios participantes ou ocultos. Estes, por conta das contribuições que fizeram ao desenvolvimento do objetivo social, têm direito a uma participação nos resultados, mas nenhuma relação mantêm com os terceiros que contratam com a sociedade, não tendo, pois, em tese, nem direitos nem obrigações em relação aos mesmos. Cf. WALD, Arnoldo. Atualidades da sociedade em conta de participação sob nova estrutura. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 13, p. 71-78, 2016. p. 74.

de 2011, a qual toma como base legal a leitura combinada do art. 3º, §4º, VII e o art. 30 da Lei Complementar 123/06, os quais estabelecem que não pode ser optante pelo simples as sociedades de cujo capital participe outra pessoa jurídica. Este tem sido o posicionamento da Receita Federal, vide a Solução de Consulta nº 122 de 19 de Dezembro de 2011.

Sendo assim, uma *startup* optante pelo simples que viesse a participar de uma sociedade em conta de participação, deveria requerer sua exclusão do regime simplificado de arrecadação de impostos, o que pode não ser muito vantajoso. Isto porque o investimento-anjo normalmente ocorre em uma fase inicial da empresa e pode não compensar migrar para um regime tributário mais complexo em um momento inicial.

Independente dos argumentos contrários que poderiam ser opostos ao posicionamento da Receita Federal⁷², o fato é que a incerteza quanto a eventual questionamento judicial de tal posição da Receita Federal, bem como a possível demora na solução de tal demanda, acabaram por afastar esta solução na grande maioria das operações de investimento-anjo que envolvem optantes pelo Simples Nacional. Mais uma vez, é possível perceber, ainda que inconscientemente, que os investidores-anjo optam por um comportamento que de certa forma faz uma gestão de riscos, de modo que dentre os riscos que o investidor está disposto a correr, a possibilidade de uma autuação pela Receita Federal não parece ser um deles.

Como bem ensina Damodaran, no processo de gestão do risco, os investidores e as empresas deverão escolher quais os riscos serão assumidos e quais serão evitados⁷³. Neste caso, a opção pela não utilização da Sociedade em Conta de Participação mostra que no processo de escolha, a possibilidade de autuação pela Receita Federal possui um peso maior do que se apropriar da eventual simplicidade que o modelo oferece.

⁷² Poderia ser argumentado que o próprio Código Civil estabelece que a Sociedade em Conta de Participação não possui personalidade jurídica ao discipliná-la no capítulo das Sociedades Não Personificadas. Aliado a isto, poderia ser alegado o fato de que o Código Tributário Nacional, no art. 110, proíbe a legislação tributária de conferir sentido diverso daquele empregado pela legislação de Direito Privado, bem como pelo princípio da estrita legalidade que rege o Direito Tributário, que tal posicionamento da Receita Federal não se sustenta do ponto de vista da melhor técnica jurídica. Sobre o tema, conferir JÚDICE, Lucas Pimenta. Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo Simples Nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 161-178.

⁷³ DAMODARAN, 2009, op. cit., p. 370.

2.3.3 Lei Complementar 155/2016: contrato de participação

Outra possibilidade para a estruturação de investimento-anjo no Brasil, foi criada em 27 de outubro de 2016, quando foi sancionada a Lei Complementar 155/2016 que, dentre inúmeras mudanças na Lei Complementar 123/06 (Estatuto da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte), instituiu, pela primeira vez no ordenamento jurídico brasileiro, disposições para disciplinar o investimento-anjo no Brasil. A Lei Complementar 155 criou os arts. 61-A a 61-D, na Lei Complementar 123/06, os quais disciplinam o contrato de participação⁷⁴.

A disciplina legal deste novo instrumento é de fácil compreensão. Da leitura dos artigos da legislação, é possível perceber que o contrato de participação irá se configurar por um acordo no qual o investidor aportará capital em uma empresa enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, sem que isso importe em colocá-lo na condição de sócio⁷⁵ ou que tais aportes sejam considerados receita para os fins de enquadramento na legislação⁷⁶.

Ainda que o investidor pode ser pessoa física ou jurídica⁷⁷, mas não terá qualquer direito de voto ou de participar da administração da sociedade⁷⁸, não sendo responsabilizado por qualquer dívida da empresa, inclusive em caso de recuperação judicial. Cabe salientar que a legislação ainda afasta a possibilidade de aplicação da teoria da desconideração da personalidade jurídica do art. 50, do Código Civil⁷⁹. Em que pese o contrato ter um prazo máximo de duração de sete anos⁸⁰, o investidor será remunerado via distribuição de resultados por um período máximo de cinco

⁷⁴ A bem da verdade essa denominação é utilizada de maneira indireta pelo art. 61-A, §1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do *contrato de participação*, com vigência não superior a sete anos. (Grifo nosso).

⁷⁵ Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

⁷⁶ Art. 61-A, §5º. Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital não serão considerados receitas da sociedade.

⁷⁷ Art.61-A, § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

⁷⁸ Art. 61-A, § 4º, I – não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;

⁷⁹ Art. 61-A, § 4º, II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil.

⁸⁰ Art. 61-A, § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

anos⁸¹. O limite de participação do investidor no período é de 50% (cinquenta por cento) dos resultados⁸².

O investidor poderá exercer o seu direito de resgate do investimento, após o período de dois anos do início da relação. Para a apuração dos valores a título de resgate que deverão ser pagos ao investidor, deverá ser realizado um balanço especial, tal qual na dissolução de uma sociedade. No entanto, independentemente do valor apurado no balanço, o pagamento ao investidor não poderá ultrapassar o valor do principal mais correção monetária havida entre a assinatura do contrato de participação e o evento do resgate⁸³.

Também é considerado obrigatório, de acordo com o art. 61-C, que no caso de uma operação de venda da empresa, fica assegurado ao investidor o direito de preferência e/ou o direito de alienação conjunta nas mesmas condições dos empreendedores.

Por fim, a legislação deixou ao cargo do Ministério da Fazenda a incumbência de decidir sobre a tributação do instituto, bem como pelo fato de que os Fundos de Investimentos poderão se utilizar do modelo, conforme art. 61-D.

O fato é que a criação do presente instituto, embora louvável a intenção de sua criação, não pode passar livre de críticas, principalmente do ponto de vista técnico-jurídico, de compreensão da operação de investimento-anjo e, até mesmo, da criação de incentivos ao instituto, todos de certa forma interligados.

Do ponto de vista técnico-jurídico, é preciso lembrar que toda norma que visa a reger a sociedade humana não deve simplesmente advir de um ato autoritário, sem qualquer relação com a realidade fática da qual se origina. A norma jurídica deve originar-se dos fatos concretos que a vida em sociedade, determinada por fatores de ordem histórica, religiosa, moral, biológica, geográfica, entre outros, proporciona. É justamente nesse sentido que se posiciona Maria Helena Diniz, a qual assim assevera quando o não cumprimento destas exigências:

⁸¹ Art. 61-A, § 4º, III – será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

⁸² Art. 61-A, §6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

⁸³ Art. 61-A, § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

Se assim não fosse a norma jurídica seria, na bela e exata expressão de Rudolf Von Ihering, um “fantasma de direito”, uma reunião de palavras vazias; sem conteúdo substancial esse “direito fantasma”, como todas as assombrações, viveria uma vida de mentira, não se realizaria, e a norma jurídica – é ainda o mestre de Gottingen quem diz – foi feita para se realizar. A sociedade elemento de desordem, anarquia e desequilíbrio ou, ainda, uma violência inútil, instrumento de arbítrio e de opressão. A norma jurídica viveria numa “torre de marfim, isolada, o seu próprio princípio e o seu próprio fim”. Abstraindo-se do homem e da sociedade, alhear-se-ia de sua própria finalidade e de suas funções, passaria a ser uma pura ideia, criação cerebrina e arbitrária⁸⁴.

Ao que tudo indica, o legislador não se atentou às práticas que o ecossistema empreendedor vinha adotando quando do vácuo legislativo sobre a matéria.

Aliado a isto, é preciso criticar o trecho da legislação que torna inaplicável o art. 50, Código Civil. Da breve exposição sobre o tema nas linhas acima, é possível perceber que sua aplicação somente pode ser cogitada quando existe uma sociedade dotada de personalidade jurídica e cuja responsabilidade dos sócios é limitada à sua participação no capital social. Ora, à própria legislação afirma não ser o investidor sócio da empresa investida, tampouco possui qualquer poder de voto ou gestão sobre o negócio, como poderia se pensar na hipótese de uma desconsideração da personalidade jurídica para alcançar o patrimônio de um sujeito estranho à composição societária e cujo poder de decisão se limitou ao aporte de capital?

No que tange à compreensão do investimento-anjo, conforme dito no primeiro item deste capítulo, este é realizado por investidores de risco que têm como foco empresas muito jovens e com grandes dificuldades, mas que apresentam grande potencial de crescimento. Tal crescimento é financiado tanto com o recebimento dos aportes dos investidores, bem como pelo reinvestimento dos eventuais lucros auferidos ao longo da operação, isto porque tais empresas em estágios iniciais, dificilmente possuem resultado líquido positivo.

Por fim, no que diz respeito ao incentivo na utilização da figura, a crítica merece um destaque especial. Em linhas acima, foi apresentada a CML, a qual demonstra que quanto maior o risco, maior o retorno esperado pelo investidor⁸⁵. Também ficou claro que o investimento anjo é extremamente arriscado, face às características peculiares que as empresas *startups* possuem (principalmente a

⁸⁴ DINIZ, Maria Helena. **Conceito de norma jurídica e o problema de essência**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1999. p. 21.

⁸⁵ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 242.

inovação disruptiva, inexperiência dos empreendedores e ausência de histórico financeiro), portanto, deve compensar os investidores com ganhos maiores. Apesar de tudo isso, essa não parece ser a lógica da lei, ao disciplinar que eventual resgate a ser requerido pelo investidor ficará limitado à correção monetária do período. A não ser que determinado investidor não adote o comportamento racional descrito por Assaf Neto⁸⁶, a racionalidade não permite se optar por essa modalidade.

Somado a isto, a Receita Federal instituiu a Instrução Normativa 1719/2017, a qual apresenta a tributação incidente sobre os aportes e rendimentos recebíveis pelo investidor, no contrato de participação do art. 61-A. A presente Instrução Normativa tributa os resultados percebidos pelo investidor (art. 5º, IN 1719/2017, RFB), o direito de resgate (art. 5º, §2º, I, IN 1719/2017, RFB), bem como a cessão do contrato de participação à terceiros (art. 6º, IN 1719/2017, RFB). As alíquotas são regressivas, dependendo do prazo do contrato (para o recebimento de resultados) ou da data de assinatura e a ocorrência do evento (para o direito de resgate e a cessão do contrato para terceiro), variando de 22,5% (vinte e dois e meio por cento) e 15% (quinze por cento)⁸⁷.

Percebe-se, desta forma, que apesar da tentativa de se positivar a figura do investimento-anjo no ordenamento jurídico brasileiro, a regulação apresenta graves falhas e corre o sério risco não ser adotada na prática tornando-se, assim, carente de eficácia prática.

Feitas essas considerações sobre as possíveis formas de instrumentalização do investimento-anjo no Brasil, ainda que pouco utilizadas, passar-se-á a tratar, no próximo capítulo, sobre os títulos de dívida conversíveis, notadamente o instrumento mais utilizado no ecossistema empreendedor nacional.

⁸⁶ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 14.

⁸⁷ Art. 5º Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas:

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

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

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

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

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

3 TÍTULOS DE DÍVIDA CONVERSÍVEL

Os títulos de dívida conversíveis em participação societária são resultado da importação da prática americana das *convertible notes*. Tais instrumentos, conforme vistos no item 2.2, se caracterizam por representar um empréstimo conferido pelos investidores às *startups*, o qual poderá ser convertido em participação societária em um momento futuro, normalmente um evento de liquidez caracterizado por uma nova rodada de investimentos, aquisição do controle da empresa ou, até mesmo, a abertura de capital no mercado de ações.

O presente capítulo, portanto, buscará compreender as nuances deste instituto, bem como verificar se, ao menos em sede doutrinária, eles atendem aos interesses das partes, principalmente no que tange à segurança patrimonial do investidor.

3.1 Mútuo conversível em participação societária: principais características e possibilidade

Antes de adentrar no assunto, é preciso dizer que não há uma fórmula mágica para a celebração destes instrumentos, podendo ser possível encontrar as mais diversas combinações de cláusulas e condições. Deste modo, as considerações que serão feitas neste trabalho refletirão apenas as práticas mais comuns nestas operações, sem prejuízo de outras que possam existir.

Ao se depararem com os riscos envolvidos nas operações de investimento-anjo, as partes passaram a adotar instrumentos jurídicos que procuraram conjugar diversos fatores, notadamente a segurança do investidor em face das eventuais dívidas da *startup* investida.

A bem da verdade, o que os *players* deste mercado buscaram adaptar foi a utilização de instrumentos de investimento através de dívidas, muito comuns no mercado financeiro e no mercado americano de *startups*. Nos termos do que leciona Asseis, os chamados instrumentos de dívida “puros” são aqueles que estabelecem uma relação credor-devedor, em que o credor não participa diretamente do risco do negócio, tendo direito a exigir seus valores de principal e juros independentemente dos resultados obtidos pela empresa e de forma prioritária ao pagamento a seus acionistas. Consequentemente, se os resultados do negócio superarem as

expectativas, o credor, em regra, fará jus ainda aos mesmos valores, não participando proporcionalmente do incremento dos benefícios percebidos pela empresa⁸⁸.

No Brasil, talvez o título híbrido mais conhecido sejam as *debentures* conversíveis em ações previstas entre os art. 52 e 74 da Lei 6.404/76. Contudo, apesar de ser um instrumento de extrema utilidade no financiamento de empresas, há, ainda, discussões sobre sua emissão em outros tipos societários que não sejam as sociedades por ações⁸⁹. Aliada a este fato, dificilmente empresas que se enquadram no conceito de *startups* se organizam, do ponto de vista societário, como sociedades por ações⁹⁰.

Assim, a prática brasileira tem apontado para o fato de que o investidor instrumentaliza seu investimento não como aumento de capital e integralização de novas quotas/ações, mas como um contrato de mútuo cuja quitação pode se dar com a entrega da participação societária da empresa investida ao mutuante. Ao contrário do que apontam as *convertible notes* americanas, o investidor brasileiro define, desde já, a participação societária que terá direito no momento da conversão.

Nos termos que sustentam Lobo e Potenza, a motivação principal de investidores em adotarem essas práticas está no fato de que se o investidor se tornar um sócio de uma sociedade limitada e o contrato social for arquivado na Junta Comercial, seu enquadramento enquanto sócio do negócio se tornará público, tornando-se um alvo fácil para eventuais credores. Também elencam os autores que o fato de o investidor se enquadrar como um credor no caso de utilização dos títulos

⁸⁸ ASSEIS, Pedro Augusto do Amaral A. Instrumentos financeiros híbridos: a teoria da "substância sobre a forma" na perspectiva da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 8, p. 89-107, 2015. p. 91.

⁸⁹ Sobre a possibilidade de emissão de debentures em sociedades limitadas, Gustavo Saad Diniz leciona: "Também se admite a aplicação subsidiária da legislação para a utilização de debêntures como instrumentos de capitalização de sociedades limitadas. O fundamento é semelhante àquele de sociedades anônimas de capital fechado e o marco legal também é a IN CVM 476/2009". DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de capitalização societária. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 313-330, 2012. p. 319. Sobre a impossibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, BORBA, José Tavares. **Direito societário**. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 363. e LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades limitadas**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 149. Ainda, desde 2013 tramita o Projeto de Lei 6.322, que teve origem na Câmara dos Deputados e visa estender às sociedades limitadas a emissão de debentures.

⁹⁰ GARRIDO, Luiz Gustavo; COELHO, Giulliano Tozzi. A estruturação de investimento entre aceleradoras e startups no Brasil. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 131-147. p. 134.

de dívida conversíveis, teria prioridade no recebimento sobre o capital social em caso de liquidação ou falência da *startup*⁹¹.

Deste modo, a opção da conversão, via de regra, cabe ao investidor, que pode optar por não converter o valor mutuado. Nesta hipótese, a *startup* deverá efetuar a devolução dos valores acrescidos de juros⁹².

Diferente é o caso, no entanto, quando a *startup* recebe uma proposta vinculante para uma nova operação de investimento sob determinadas condições, quando a conversão dos valores em participação torna-se obrigatória⁹³.

É extremamente comum, também, que as notas conversíveis prevejam diversos outros direitos ao investidor, tais como: a) direito de preferência na subscrição de novas quotas ou na alienação das quotas dos sócios fundadores; b) direito de veto em determinadas matérias; c) direito de venda conjunta (*tag along*)⁹⁴; d) direito de obrigar a venda conjunta (*drag along*); e) nomeação de membros do conselho de administração e/ou diretoria; e) fiscalização das demonstrações financeiras da *startup*⁹⁵. Não raro se encontram, também, disposições que condicionam a contratação de algum funcionário ou a assinatura de algum contrato acima de determinado valor à notificação e anuência prévia do investidor⁹⁶.

Lobo e Potenza salientam ainda que a utilização da estrutura do mútuo conversível permite vincular o desembolso dos investimentos ao cumprimento, pelas *startups*, de metas predeterminadas. Também mencionam que, em caso de conversão do mútuo em participação societária, o acordo de sócio e estatuto social já podem se encontrar anexados no próprio instrumento, garantindo ao investidor um

⁹¹ LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Pires. Investimentos Venture Capital e Private Equity: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas**: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016. p. 267-316. p. 276.

⁹² MARQUES, 2015, op. cit., p. 78.

⁹³ Ibid., p. 78.

⁹⁴ É preciso destacar que o *tag along* que normalmente se prevê em notas conversíveis, não tem ligação direta com aquele previsto na Lei das Sociedades Anônimas (art. 254-A). Neste dispositivo, o que a legislação prevê é que no caso de companhias abertas (que negociam valores mobiliários no mercado de capitais) na qual se venha a alienar o controle, deverá o adquirente realizar uma oferta pública de aquisição (OPA) para todos os demais acionistas com direito a voto (ações ordinárias, via de regra), estipulando um valor não inferior a 80% do valor pago por ação do bloco de controle. Sendo assim, embora inspirado no presente dispositivo, o *tag along* contratual com ele não se confunde, sendo mero desdobramento da liberdade contratual das partes. Cf. OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do Tag Along na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 316-326. p. 318.

⁹⁵ MARQUES, 2015, op. cit., p. 79.

⁹⁶ COELHO; GARRIDO, 2016, op. cit., p. 123.

nível de segurança e previsibilidade após a ocorrência de qualquer evento que possa desencadear a conversão⁹⁷.

A Anjos do Brasil disponibiliza, em seu sítio eletrônico, um modelo de contrato de mútuo conversível que a comunidade pode fazer o *download* e utilizar como inspiração para a realização das operações⁹⁸. Esse modelo, que se encontra no Anexo 1 deste trabalho, apresenta todas as cláusulas acima elencadas. Exemplo disso, são as cláusulas 5.6 e 5.7 que constam deste instrumento-modelo:

5.6. Informação ao Mutuante. A Sociedade e os Sócios comprometem-se, durante a vigência do Mútuo, a prestar ao Mutuante todas e quaisquer informações de natureza legal, financeira, comercial e contábil, dentre outras, relativamente ao Negócio, conforme razoavelmente solicitadas pelo Mutuante, incluindo acesso aos sistemas contábeis, operacionais, banco de dados, servidores de dados e gerenciais e o livre acesso do Mutuante e de seus administradores, em horário comercial, às instalações da Sociedade e aos seus empregados, colaboradores e pessoal envolvidos no Negócio. Além disso, deverão a Sociedade e os Sócios a cada dois meses enviar ao Mutuante as demonstrações financeiras atualizadas da Sociedade e um informativo com a evolução dos Negócios e principais índices de performance e avaliação, em formato a ser definido entre as Partes.

5.7. Aprovação do Mutuante. Da data do primeiro desembolso até a data de conversão ou pagamento do Mútuo, os Sócios e a Sociedade comprometem-se a submeter à aprovação prévia do Mutuante, sob pena de autorizar o Mutuante a declarar o vencimento antecipado do Mútuo:

- (a) contratação de empréstimos, financiamentos, dívidas ou transações financeiras de qualquer espécie pela Sociedade em montante, individual ou agregado, superior a [PREENCHER];
- (b) qualquer operação que, de alguma forma, possa afetar, direta ou indiretamente, direitos de propriedade intelectual da Sociedade, incluindo, mas a tanto não se limitando, à Propriedade Intelectual Relevante (ou seu pedido), direitos de propriedade ou uso, pela Sociedade, sobre as marcas, registros de software, patentes que compõem o Negócio, incluindo o licenciamento de qualquer das marcas e/ou patentes;
- (c) concessão ou constituição de garantias, fianças e/ou avais pela Sociedade, em favor de quaisquer terceiros;
- (d) atos ou operações que impliquem alteração substancial e adversa quanto aos passivos, direitos e obrigações da Sociedade, tais como conhecidos nesta data;
- (e) alterações substanciais em práticas empresariais, incluindo, mas a tanto não se limitando, práticas comerciais, financeiras, contábeis, tributárias, administrativas, jurídicas e de pessoal da Sociedade;
- (f) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio da Sociedade; e
- (g) qualquer operação societária no âmbito da Sociedade que, de qualquer forma, possa afetar (i) a Sociedade e a titularidade das ações ou cotas, conforme o caso, de seu capital social; (ii) o Negócio; (iii) a propriedade e posse do Negócio; e/ou (iv) a Propriedade Intelectual Relevante⁹⁹.

⁹⁷ LOBO; POTENZA, 2016, op. cit., p. 277.

⁹⁸ Modelo de Contrato disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/anjos_do_brasil_-_modelo_de_mútuo_conversível.pdf> Acesso em: 18 fev. 2018.

⁹⁹ Conferir Anexo A, páginas 14 e 15.

Tais disposições se justificam do ponto de vista do investidor, uma vez que não raras vezes os empreendedores são inexperientes. Assim, exigir a apresentação de dados financeiros do negócio para o acompanhamento do desenvolvimento da empresa é uma atividade bem comum por parte dos investidores¹⁰⁰. Nesse mesmo sentido, Gompers e Lerner esclarecem que os investidores que possuem um papel mais ativo no monitoramento de empresas em fase inicial, tendem a obter maiores retornos e as empresas tendem a receber mais oportunidades de novas rodadas¹⁰¹.

É possível perceber, assim, que a lógica por trás das notas conversíveis é a que o investidor, ainda que em um primeiro momento seja um credor da *startup*, possa exercer determinados direitos que a legislação e a prática apenas conferem à sócios efetivos de sociedades empresárias.

A Lei 6.404/76 estabelece, em seu art. 109, que são direitos essenciais dos acionistas: a) participar dos lucros; b) participar do acervo da companhia em caso de liquidação; c) fiscalizar os negócios sociais; d) ter direito de preferência na emissão de ações ou outro título de emissão da sociedade e; d) retirar-se da sociedade, na forma prevista na legislação¹⁰². Nos termos do que leciona Nelson Eizirik, a previsão legal desses direitos frente à companhia visa garantir, principalmente aos minoritários, a manutenção de seu *status* de acionista, bem como visa garantir à minoria que possa intervir na vida societária e impedir manobras dos controladores prejudiciais aos seus interesses¹⁰³.

É demasiadamente difícil não fazer a analogia destes direitos essenciais aos que normalmente são conferidos aos investidores em operações de investimento-anjo, o que leva obrigatoriamente ao questionamento se tais instrumentos podem efetivamente ser caracterizados como um mútuo que pode ser conversível em participação societária. O ponto principal a ser esclarecido, diz respeito à possibilidade de um empréstimo de dinheiro ser pago com participação societária, senão vejamos.

¹⁰⁰ RIBEIRO, Leonardo. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. 147f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: 25 fev. 2018.

¹⁰¹ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001. p. 155.

¹⁰² COELHO; GARRIDO, 2016, op. cit., p. 124.

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2, p. 142.

O contrato de mútuo, conforme a definição exposta no Código Civil, em seu art. 586, é o empréstimo de coisas fungíveis, devendo o mutuário restituir ao mutuante bem de mesmo gênero, qualidade e quantidade. De acordo com a doutrina, no mútuo a coisa emprestada é utilizada pelo mutuário, razão pela qual a legislação francesa o denomina de empréstimo para consumo¹⁰⁴.

Em seu magistério, Pontes de Miranda ensina que o mútuo em seu sentido econômico e em seu fim jurídico, opera a transferência da propriedade do bem fungível, quer tenha o mutuante direito a juros ou não. A figura mais tradicional, é a do mútuo em dinheiro, no qual o mutuário recebe o dinheiro, gasta-o ou o emprega, mas está vinculado a restituir o bem de igual qualidade, quantidade e gênero¹⁰⁵.

Mas se não há maiores debates doutrinários sobre a conceituação do contrato de mútuo, alguma divergência é possível encontrar sobre a possibilidade de entrega de coisa que em tese não seria fungível com o bem dado originalmente, o que interessa diretamente à presente discussão.

Caio Mário da Silva Pereira entende ser plenamente possível a estipulação de cláusula em que o mutuário se obriga a devolver a coisa ou o seu valor no momento da restituição. Tal disposição não desconfiguraria o instituto, mas tão somente se estabeleceria uma obrigação alternativa, de livre disposição do mutuário¹⁰⁶. No mesmo sentido é a lição de César Fiuza: “É lícita a cláusula que permite ao mutuário restituir a coisa ou o seu equivalente em dinheiro. Neste caso, teremos obrigação alternativa, presumindo-se do mutuário a opção”¹⁰⁷.

Há, contudo, quem não se filia a esta posição. Washington de Barros Monteiro destaca:

Por fim, deve o mutuário restituir oportunamente outra coisa da mesma espécie, qualidade e quantidade; de outra forma, o contrato seria de troca, ou de compra e venda, segunda ele se obrigasse a restituir coisa diversa, ou soma em dinheiro. Não é mútuo, portanto, contrato em que o futuro pagamento deva consistir na prestação de serviços; ter-se-á então em vista um contrato inominado¹⁰⁸.

¹⁰⁴ SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. **Contratos nominados II**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 301.

¹⁰⁵ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1963. t. XLII, p. 17-18.

¹⁰⁶ PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Instituições de direito civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 3, p. 221.

¹⁰⁷ FIUZA, César. **Direito civil**. 15. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2011. p. 596.

¹⁰⁸ MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de direito civil: direito das obrigações**. Segunda parte. Atualizado por Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 5, p. 208.

Também partilha deste entendimento Carlos Roberto Gonçalves, para quem a fungibilidade do objeto do contrato é o primeiro requisito do instituto do mútuo. O autor considera o mútuo como o empréstimo de coisas que podem ser consumidas, de modo que se o mutuário puder restituir coisa de natureza diversa, ou soma em dinheiro, haverá respectivamente troca ou compra e venda, e não mútuo¹⁰⁹.

Ao que parece o entendimento do autor acima exposto está bem alicerçado na lição clássica de Pontes de Miranda. Para este autor, o mútuo até pode possuir limitação de gênero ou subgênero, mas não é possível dar um vinho em mútuo e receber em restituição conhaque, porque aí se troca, não se mutua¹¹⁰. Coincidência ou não, o autor ainda ilustra a impossibilidade de dar coisa diversa da coisa mutuada com um exemplo de entrega de dinheiro com restituição em ações. No exemplo do autor, se uma empresa A empresta para a empresa B um valor para aumentar o capital e restituir o valor em ações, não há mútuo, mas oferta de subscrição e aquisição de ações, independente de quem é a escolha¹¹¹.

Válida de menção, ainda, é o estudo de Luiz Alfredo Paulin, o qual diferencia o adiantamento para futuro aumento de capital do contrato de mútuo. O autor aponta as diferenças entre os institutos determinando que no mútuo há o dever de restituição do bem dado em mútuo por outro de mesmo gênero, qualidade e quantidade. Já na operação de adiantamento para futuro aumento de capital há a desoneração da obrigação não com a devolução das quantias originalmente recebidas, mas sim com a entrega de ações ou quotas pertinentes¹¹².

O que se depreende desta análise é que mesmo nas situações em que os autores admitem a restituição do bem ou seu equivalente em dinheiro, apresentam situações diversas da que consta nos títulos de dívida conversível. Isso porque nestes contratos é o dinheiro que é emprestado e objetiva-se realizar o pagamento da dívida com sua conversão em ações ou quotas da empresa *startup*.

Percebe-se, assim, que a posição dominante na doutrina não admite que se celebre um contrato de mútuo para o recebimento de coisa de gênero, qualidade e quantidade diferente daquilo que foi mutuado. Tal discussão apresenta relevância, como bem aponta Rafael Younis Marques, do ponto de vista do investidor, isto é, é

¹⁰⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004. v. 3, p. 324.

¹¹⁰ MIRANDA, 1963, op. cit., p. 73.

¹¹¹ Ibid., p. 74.

¹¹² PAULIN, Luiz Alfredo. Adiantamento para futuro aumento de capital em face do art. 34, V, da lei bancária. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 718, p. 22-28, 1995. p. 24.

preciso ter a certeza de que o instrumento utilizado realmente atende aos fins perseguidos. Estando diante de um contrato de mútuo típico, haveria a descaracterização do instituto ao nos depararmos com a cláusula que prevê a conversão em participação societária da *startup* (uma vez que estaria dispondo de pagamento de coisa de qualidade, quantidade e gênero distinto)¹¹³.

Sustentar, de outro modo, que a cláusula de mútuo das notas conversíveis se traveste do instituto típico do Código Civil, seria pensar na hipótese da *startup* (mutuária) poder obrigar o investidor a receber o dinheiro mutuado de volta com as devidas correções e juros, mas se negando a entregar a participação societária, mesmo naquelas situações em que o contrato prevê a conversão do saldo devedor de forma obrigatória¹¹⁴.

Mas se o contrato não pode ser considerado como um mútuo tal qual sua tipificação pela doutrina e pelo próprio Código Civil, quais seriam as alternativas para o enquadramento do instituto dos títulos de dívida conversível?

3.2 Sociedade em comum

A primeira alternativa ao problema proposto no item anterior é considerarmos que o instituto em questão se configura, na verdade, como a figura prevista no art. 986 a 990 do Código Civil¹¹⁵.

¹¹³ MARQUES, 2015, op. cit., p. 86.

¹¹⁴ Ibid., p. 83.

¹¹⁵ Ainda é possível encontrar posições doutrinárias antagônicas a respeito do fato de a sociedade em comum prevista no Código Civil de 2002 também abrange o que a doutrina denominada sociedade de fato ou irregulares. Para Marcelo Andrade Féres, a sociedade em comum do Código Civil abrangeria apenas a sociedade em organização (que ainda não levou seus atos à registro), continuando a existir a sociedade de fato, cujos sócios não possuem consciência de sua da situação de cossócios ou por inexistir prova escrita, bem como a sociedade irregular, por vícios ulteriores ao registro do ato constitutivo. Cf. FÉRES, Marcelo Andrade. **Sociedade em comum**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 146, 182. Em posição contrária, Erasmo Valladão refuta a tese de Féres alegando em relação à sociedade de fato em que os sócios desconhecem sua situação de cossócios não se enquadraria dentro do direito societário, haja vista que o contrato de sociedade é contrato consensual e sem o consentimento não pode subsistir. Nas palavras do autor, a questão é meramente de eficácia probatória da relação de sociedade e não sobre a validade ou existência do contrato em si. Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A sociedade em comum**. São Paulo: Malheiros, 2013. p. 112-116. Ao que tudo indica, a maior parte da doutrina aponta para o fato de a Sociedade em Comum do Código Civil de 2002 abrange além da sociedade em organização, a sociedade de fato e a sociedade irregular. Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. v. 2, p. 85-86. FRANCO, Vera Helena de Melo. **Manual de direito comercial**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. v. 1, p. 189. TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 1, p. 305.

Como pode ser percebido em linhas acima, as notas conversíveis utilizadas no Brasil conferem demasiados direitos ao investidor, normalmente direitos conferidos apenas a sócios de capital do negócio. O que salta aos olhos sobre o instrumento é o fato de se configurar como um instrumento híbrido para a realização de operações de investimento.

Sobre esse ponto, a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ao analisar instrumentos financeiros híbridos no âmbito do mercado de capitais, isto é, aqueles que apresentam características de investimento em capital e em dívida, dispôs que o que deve prevalecer é a substância sobre a forma jurídica. Dito em outras palavras, não importa a mera formalidade legal de um investimento, mas a real essência do negócio, de modo que se as características de determinado investimento forem mais apropriadas a serem consideradas como dívida ou capital, assim tal título deve ser classificado¹¹⁶.

Do ponto de vista estritamente financeiro, como assevera Alexandre Couto Silva, as principais diferenças entre dívida e patrimônio são que: a) a dívida não reflete uma participação societária; b) o credor não tem direitos de voto; c) o pagamento de juros pela companhia é despesa financeira e, conseqüentemente, dedutível da base do imposto de renda e; d) há a responsabilidade da companhia pelo pagamento da dívida enquanto não há responsabilidade em restituir as contribuições dos acionistas a título de capital¹¹⁷.

Deste modo, ao conjugarmos as regras comumente descritas nas notas conversíveis utilizadas para a instrumentalização do investimento-anjo em *startups*, veremos claramente que podem apresentar mais características de *equity* do que de débito.

Assim, basta lembrar que os manuais de direito comercial ensinam que celebram contrato de sociedade as pessoas, físicas e/ou jurídicas, que combinam esforços para o exercício de uma atividade econômica para partilhar dos resultados¹¹⁸.

Ao contrário da grande maioria dos contratos, principalmente nos contratos bilaterais, o contrato de sociedade não estabelece uma situação de contraposição

¹¹⁶ ASSEIS, 2015, op. cit., p. 103.

¹¹⁷ SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças coporativas**: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016. p. 459-494. p. 480.

¹¹⁸ FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 121.

de interesses das partes, como numa compra e venda, por exemplo, ondes as partes encontram-se em posições opostas na relação. No contrato de sociedade, existe um fim comum entre as partes que celebram os esforços em busca dos mesmos objetivos¹¹⁹.

Há que se destacar, também, que o próprio Código Civil reconhece a possibilidade da existência de sociedades não personificadas. Sobre o assunto, perfeita é a clássica lição de Fran Martins:

Contudo a lei brasileira reconhece a existência de sociedade sem o instrumento de constituição, podendo, nesses casos, os interessados provar a sua existência por todos os gêneros de prova admitidos na lei comercial (Código Comercial, arts. 304 e 122), presumindo-se, ainda, a sua existência sempre que algum pratica atos próprios de sociedade.

Tais sociedades, uma vez provadas, são consideradas *sociedades de fato* e não de direito, chamando-as o Projeto de Código Civil de *sociedades em comum*; não constituem, assim, pessoas jurídicas, já que não obedecem todas as normas legais relativas à formação das sociedades comerciais. Trata-se, evidentemente, de uma *comunhão de interesses*, e por tal razão todos os que dela participam respondem de forma ilimitada pelas obrigações assumidas¹²⁰.

Salienta-se, também, a posição de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, a qual o contrato de sociedade posto no Código Civil de 2002 não depende de nenhuma forma especial para a comprovação de sua validade, apenas para sua eficácia, no que diz respeito à sua aptidão para a comprovação da relação entre os sócios ou para a aquisição de personalidade jurídica. Por não ser necessária forma especial para sua validade, o contrato de sociedade gera relações societárias como quer que seja constituído¹²¹. Assim, estaremos diante da chamada sociedade em comum quando os sócios não realizarem o registro no órgão competente – Juntas Comercial ou Cartório de Registro de Pessoas jurídicas¹²².

Também é possível encontrar outros autores na doutrina que partilham do entendimento de que o registro dos atos constitutivos de uma sociedade, além de ser facultativo pela sistemática do Código Civil, possui efeito meramente declaratório da existência da sociedade, dando regularidade às atividades exercidas pela sociedade e atribuindo-lhe personalidade jurídica. O registro não se confunde com a

¹¹⁹ BORBA, José Tavares. **Direito societário**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 26.

¹²⁰ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**: de acordo com a Constituição de 1988. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1993. p. 191.

¹²¹ FRANÇA, 2013, op. cit., p. 107-109.

¹²² NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e da empresa**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 1, p. 243.

constituição da sociedade, que se dá desde o acordo de vontades entabulado pelas partes¹²³.

Valladão ainda lembra que a sociedade em comum se configura em três hipóteses: a) quando constituída e exercer sua atividade sem prova escrita; b) com prova escrita, mas sem inscrição no registro próprio ou antes dele; e c) seu registro for cancelado, mas continuar o exercício da atividade¹²⁴. Ainda que não pensando propriamente na questão entre investidor-anjo e empresa *startup*, o autor alerta para a questão do que ele denomina *sociedade oculta*, que se afigura como modalidade de sociedade em comum:

[...] a figura da sociedade oculta, que se configura normalmente por meio de uma sociedade existente que tem um ou mais sócios ocultos – no mais das vezes, credores sociais que passam a ditar os destinos da empresa -, formando com ela, assim, uma sociedade em comum. Nessa hipótese, a sociedade em comum se dará entre aquela e estes (e não entre os sócios daquela e estes)¹²⁵.

Por fim, ao adotarmos o conceito de fim comum como traço distintivo do contrato de sociedade¹²⁶ teremos ainda mais clara a hipótese de formação de sociedade em comum entre investidor e *startup*. O fim comum em sentido amplo abrange tanto o objeto como o objetivo de uma entidade societária. O objeto está ligado à atividade da entidade, sendo o traço distintivo entre uma sociedade empresária e uma sociedade não-empresária. Já o objetivo está ligado a ideia de partilha dos resultados e/ou prejuízos, o que efetivamente diferencia uma sociedade de uma outra entidade sem fins lucrativos, como uma associação¹²⁷.

França e Adamek ainda destacam que as funções do fim comum, em sentido amplo, abrangem tanto a eficácia constitutiva como a eficácia funcional. No que diz respeito à eficácia constitutiva, ensinam os autores:

¹²³ NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e da empresa**. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. v. 1, p. 282-293; CAMPINHO, Sérgio. **O Direito de Empresa à Luz do Novo Código Civil**. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 25-26; GOMES Alexandre Gir. Sociedades não personificadas no Código Civil. In: WALD, Arnaldo. **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. v. 1, p. 449-464. p. 451-452.

¹²⁴ FRANÇA, 2013, op. cit., p. 123.

¹²⁵ Ibid., p. 123.

¹²⁶ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 149-150, p. 108-130, 2008. p. 109. Sobre o tema conferir ainda: ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

¹²⁷ Ibid., p. 118.

O fim social é o motor da união entre duas pessoas, porque duas pessoas fazem melhor do que uma. As partes são livres para estabelecer o fim social, que pode ser econômico, ideal, passageiro, duradouro etc. Também são livres para estabelecer as contribuições, que podem ser das mais variadas espécies de bens ou até, em certos casos, de serviços. Pouco importa o fim que cada um persegue individualmente: isso não interfere com a finalidade comum a todos. Serve o fim social, desse modo, para a definição da forma jurídica da organização societária (se associação ou sociedade) e, portanto, para a definição das disposições normativas aplicáveis¹²⁸.

No que tange à eficácia funcional que o fim comum confere ao contrato de sociedade, ele é responsável pela definição da política social tanto para os órgãos administrativos e deliberativos, os quais devem perseguir sempre o fim social. Também está relacionada a eficácia funcional o fato de que o fim social determina quais os direitos e deveres de cada sócio, diferenciando, assim, as esferas individuais das sociais. Por fim, o fim social também define os estágios da vida social, haja vista que uma sociedade em constituição, em pleno funcionamento ou em liquidação necessitará de providências legais que atendam ao fim social proposto. Dito de outras palavras, muitas destas funções que eram atribuídas ao conceito de *affectio societatis* em nada se relacionam com o ânimo das partes em serem sócias, mas com o fim comum que determinou a união em sociedade¹²⁹.

Nesta linha França e Adamek explicam que no moderno direito societário a noção de fim comum ou de fim social é a determinante para a distinção entre o contrato de sociedade e os demais institutos, abandonando o antigo conceito de *affectio societatis*. Explicam os autores sobre a superação do conceito de *affectio* em que a intenção de ser sócio face à declaração de vontade é elemento juridicamente irrelevante; que a intenção não determina nem a conclusão do contrato ou sua extinção; que a declaração de vontade do contrato de sociedade não difere dos demais contratos do ordenamento jurídico; que as diferenças entre o contrato de sociedade e os demais institutos não está no elemento volitivo das partes, mas nos objetivos comuns das partes, bem como que o diferenciador efetivo do contrato de sociedade é o fim comum para o qual se dirige o consentimento dos contratantes¹³⁰.

O desafio, no entanto, é a identificação desta espécie de sociedade, principalmente quando não há inscrição nos órgãos competentes e que conferem

¹²⁸ FRANÇA; ADAMEK, 2008, op. cit., p. 118.

¹²⁹ Ibid., p. 119-120.

¹³⁰ Ibid., p. 129.

publicidade aos termos dos seus atos constitutivos. Indispensável, assim, analisar como a jurisprudência compreende a configuração desta figura.

Em um dos raros julgados do STJ sobre o tema do ponto de vista societário¹³¹, foi apreciado o Agravo em Recurso Especial Nº 1.296.028, de relatoria do Min. Raúl Araújo. Na hipótese, uma empresa ingressou com uma ação de indenização por danos materiais em face de sua franqueadora, requerendo o reconhecimento de uma sociedade de fato entre as partes e a posterior condenação da franqueadora para arcar com metade dos prejuízos auferidos após a celebração do contrato. A autora afirmou que, desde a celebração do contrato, todas as decisões com relação à sua administração passaram a emanar da franqueadora, sendo esta a causa dos prejuízos. Embora o juízo de primeiro grau tenha decidido pela improcedência da demanda, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ) decidiu que a existência de uma universalidade de pessoas, em ordem à satisfação de interesses econômicos comuns nos contratos que as partes celebraram, com o efeito jurídico de ambas absorverem, em idêntica proporção, os prejuízos resultantes do fracasso do empreendimento, atribuível ao desempenho inadequado de ambas, reformando, assim a sentença e dando provimento ao apelo da empresa autora. Ao se manifestar sobre este ponto específico, o Ministro Relator entendeu não merecer qualquer reforma a decisão do TJRJ sobre o tema, reconhecendo que as disposições contratuais e as provas dos autos fundamentavam o reconhecimento da sociedade de fato entre as partes¹³².

O interessante deste julgado é a reprodução do entendimento realizado no TJRJ no qual se entendeu que o contrato firmado entre as partes permitia a franqueadora o acesso às demonstrações financeiras e às instalações físicas da empresa autora a qualquer tempo, bem como pelo fato de a autora antes de submeter os pedidos de licenças à autoridade administrativa, deveria submetê-los à franqueadora para revisão¹³³.

¹³¹ A raridade se justifica pois a caracterização ou não do instituto dependeria de análise do contexto fático-probatório dos autos, o que é vedado pela Súmula 7/STJ : “A pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial”.

¹³² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Interno em Recurso Especial 1.296.028/RJ**. Agravante: Tandy Corporation. Agravado: Hi Tec Shop Comércio Exportação e Importação Ltda. Relator: Min. Raul de Araújo. Brasília, DF, 13 de setembro de 2017. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=74444614&num_registro=201102861455&data=20170913&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 07 fev. 2018.

¹³³ Ibid.

No Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) encontram-se diversos julgados sobre o reconhecimento ou não de uma sociedade em comum entre duas ou mais partes. No julgamento da apelação 0244498-85.2009.8.26.0002, o Desembargador Fontes Barbosa, entendeu que para o reconhecimento de uma sociedade entre as partes, é necessária a presença de elementos peculiares a este instituto. Na hipótese o apelante se insurgiu contra a sentença que não reconheceu a sociedade de fato deste com um vendedor de veículos usados, justamente pela ausência destes requisitos peculiares¹³⁴.

Também no julgamento da Apelação Cível nº 0110699-06.2010.8.26.0100, relatada pela Desembargadora Lígia Araújo Bisogni, ficou clara a configuração da sociedade em comum entre as partes litigantes, haja vista a existência de contrato de cessão de quotas não levado a registro na Junta Comercial, bem como pelo fato de as demais provas dos autos apontavam que o autor da demanda atuava auxiliando a parte ré na aquisição de clientes e demais atividades típicas de sócios¹³⁵.

No Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS) também é possível encontrar alguns exemplos do que esta corte compreende como sendo o definidor do contrato de sociedade com os demais institutos similares. No julgamento da Apelação nº 70076637594, de relatoria do Desembargador Jorge Luiz Lopes do Canto, ficou decidido que a parte postulante do reconhecimento da sociedade de fato não se desincumbiu de seu ônus probatório para o reconhecimento da figura. Isso porque o apelante não logrou êxito em demonstrar a existência de vontade convergente para constituir a sociedade em questão, a qual teria sido constituída de forma oral. Do mesmo modo, relata o Desembargador, não haviam documentos que atestassem ou indicassem que o autor participou efetivamente da sociedade que pretende integrar. Em suas palavras:

¹³⁴ SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação 0244498-85.2009.8.26.0002**. Apelante: Elaine Cristina Martins. Apelado: Leandro Albino da Silva. Relator: Des. Fontes Barbosa. São Paulo, 1º de agosto de 2013. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?conversationId=&cdAcordao=6900338&cdForo=0&uuidCaptcha=sajcaptcha_d01e561565d647b7873a70595b72269d&vICaptcha=awpr&novoVICaptcha=>. Acesso em: 07 fev. 2018.

¹³⁵ Id. Tribunal de Justiça. **Apelação 0110699-06.2010.8.26.0100**. Apelante: Mirella D'Angelo Caldeira Fadel. Apelado: Luiz Antonio Monteiro de Moraes. Relatora: Des. Lígia Araújo Bisogni. São Paulo, 25 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6526930&cdForo=0>>. Acesso em: 07 fev. 2018.

Portanto, os demais elementos inseridos ao feito não comprovam a existência de uma sociedade de fato, a ensejar a procedência da ação. Isto é, sem a prova de que houve a comunhão de esforços, qual o objetivo desta associação, os ganhos almejados ou obtidos não há como reconhecer a existência de sociedade de fato, seja em comum ou mesmo em conta de participação.¹³⁶

Ainda que os exemplos acima transcritos versem sobre a comprovação da existência de uma sociedade em comum entre os sócios, é possível perceber claramente que o elemento caracterizador do instituto sob a ótica da jurisprudência diz respeito à intenção das partes de se manterem associadas na busca de um objetivo comum¹³⁷, bem como pela prática de atos típicos de sócios.

Ora, aparentemente, investidor e *startup* ingressam na relação face à afinidade de objetivos, quais sejam o crescimento da empresa e o retorno do investimento compatível com o risco assumido para, assim, partilharem do resultado.

Portanto, seria possível afirmar, ao menos em sede preliminar, que a modalidade de investimento através de contratos de dívida conversíveis, da forma como vem se apresentando na prática de mercado, não configura um mútuo com possibilidade de conversão em participação societária, mas em possibilidade de configuração de verdadeira sociedade em comum entre investidor e *startup*. Como bem conclui Marques:

¹³⁶ RIO GRANDE DO SUL (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação nº 70076637594**. Apelante: Antonio Clesio Pereira. Apelados: Dario Antonio Manara, Leonardo Lourenço Santos Manara, Arlete Scheffer Martins e Lake Beer Restaurante Ltda. Relatora: Des. Jorge Luiz Lopes do Canto. Porto Alegre, 25 de abril de 2018. Disponível em: <http://www.tjrs.jus.br/busca/search?q=cache:www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/consulta_processo.php%3Fnome_comarca%3DTribunal%2Bde%2BJusti%25E7a%26versao%3D%26versao_fonetica%3D1%26tipo%3D1%26id_comarca%3D700%26num_processo_mask%3D70076637594%26num_processo%3D70076637594%26codEmenta%3D7718994+%22sociedade+de+fato%22++++&proxystylesheet=tjrs_index&ie=UTF-8&access=p&client=tjrs_index&site=ementario&oe=UTF-8&numProcesso=70076637594&comarca=Comarca de Porto Alegre&dtJulg=25/04/2018&relator=Jorge+Luiz+Lopes+do+Canto&aba=juris>. Acesso em: 30 abr. 2018.

¹³⁷ Tal constatação, de certo modo, confirma a impressão de França e Adamek que relatam a imprecisão adotada pela jurisprudência na identificação do elemento distintivo do contrato de sociedade. Cf. FRANÇA; ADAMEK, 2008, op. cit., p. 114.

Superadas essas questões de regulamentação em mercado de capitais, conclui-se, outrossim, que as características das *convertible notes* em uso podem aumentar as chances de caracterização de uma sociedade de fato entre investidores e sócios-empresendedores das startups, notadamente nos casos em que outorgam direitos exclusivos de sócios e deslocar o centro de controle decisório da empresa.

Caso os investidores sejam ativos e sejam detentores de referidos direitos, entende-se que existe sim o risco de caracterização da sociedade de fato. E, se assim for, os investidores não estão revestidos da proteção que desejam e/ou imaginam, já que numa sociedade de fato os sócios são pessoalmente responsáveis pelas obrigações da sociedade, de forma solidária entre os sócios, apesar de, em alguns casos, ser de maneira subsidiária em relação à sociedade¹³⁸.

Nesse sentido, como consequência lógica, em caso de insucesso e de acúmulo de dívidas, tanto a *startup* como o investidor podem vir a ser responsabilizados pelas obrigações, tal como disposto no art. 990, do Código Civil. No entanto, conforme ensina Gomes, há formação de patrimônio especial na sociedade em comum, distinto do patrimônio dos sócios, bem como há proteção aos bens sociais contra atos unilaterais de sócio, e, ainda, possibilidade de o sócio não contratante invocar o benefício de ordem do art. 1.024 do Código Civil, obrigando o credor a executar, primeiramente, os bens sociais¹³⁹.

Esse patrimônio especial que o próprio Código Civil em seu art. 988 define é constituído pela contribuição dos sócios, as quais se destinam a formar um núcleo patrimonial separado para o exercício da atividade do objeto social da sociedade em comum¹⁴⁰. Nas palavras de França:

Configura-se, assim, uma comunhão de interesses, qualificada pela comunhão da atividade e dos bens, o que dá lugar a um fenômeno grupal, no qual os sócios não assumem mais um posição autônoma, quase de contraposição, mas assumem uma posição unitária, como membros do grupo, do qual todos participam para o exercício em comum daquela atividade da qual depende a realização do interesse de cada um. A unificação do grupo, portanto, se dá exclusivamente em função da ação externa, elevando-se a pluralidade a unidade porque age unitariamente, estaticamente, a pluralidade reaparece¹⁴¹.

Deste modo, a autonomia deste patrimônio será imposta tanto aos credores particulares dos sócios, os quais não poderão se valer do patrimônio especial da sociedade em comum, como em relação aos credores sociais, que terão justamente nesse patrimônio a sua garantia específica. Quanto a estes últimos, ainda é preciso

¹³⁸ MARQUES, 2015, op. cit., p. 152-153.

¹³⁹ GOMES, 2012, op. cit., p. 453.

¹⁴⁰ FRANÇA, 2013, op. cit., p. 157.

¹⁴¹ Ibid., p. 157.

ressaltar que além da garantia própria do patrimônio especial da sociedade em comum, poderão se valer da responsabilidade subsidiária, solidária e ilimitada dos sócios. Assim, caso a execução deste patrimônio especial não for suficiente para a satisfação de algum credor social, este poderá agredir o patrimônio pessoal de um ou todos os sócios, que responderão solidariamente pelo débito¹⁴².

Apesar desta aparente proteção consistente na existência de um patrimônio especial separado do patrimônio individual dos sócios ainda que se trate de uma sociedade em comum, o fato é que a possibilidade de responder por dívidas que ultrapassem os valores aportados pelos investidores nas *startups* é um fator de risco que, conforme já exposto linhas acima, pode desestimular a realização destas operações, nos moldes como praticadas.

3.3 Invocação dos usos e costumes aplicados aos título de dívida conversível

A segunda alternativa ao problema levantado no item 3.1 acima é a invocação dos usos e costumes, enquanto fonte subsidiária do Direito Comercial, para a afirmação dos títulos de dívida conversível como uma nova espécie contratual, híbrida, reunindo características de instrumentos de dívida e de capital.

Antes de adentrar no que a doutrina entende como sendo usos e costumes, bem como os seus elementos e como eles se relacionam com a temática do presente trabalho, é preciso entender o processo de formação da norma jurídica proveniente dos usos e costumes, esforço este executado por Marcos de Campos Ludwig.

Segundo o autor, tanto a teoria de Kelsen¹⁴³ quanto a teoria de Miguel Reale¹⁴⁴ convergem num ponto fundamental: a necessidade de um poder de produção normativa para o nascimento de uma norma jurídica¹⁴⁵. Os resultados alcançados pelas teorias, no entanto, divergem. Na teoria kelseniana quando há a referência ao poder de decidir como gênese da norma, na verdade se está identificando um ato de vontade, cuja validade depende do reconhecimento de uma autoridade do agente por uma norma jurídica imediatamente superior. Nas últimas

¹⁴² FRANÇA, 2013, op. cit., p. 160.

¹⁴³ Cf. KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1998.

¹⁴⁴ Cf. REALE, Miguel. **Teoria tridimensional do direito**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

¹⁴⁵ LUDWIG, Marcos de Campos. **Usos e costumes no processo obrigacional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 85.

consequências, essa posição poderia colocar o intérprete num caminho de circularidade, haja vista a fusão dos conceitos de validade e eficácia que este caminho direciona¹⁴⁶.

Já na teoria tridimensional de Reale¹⁴⁷, quando há a referência ao poder de decidir como gênese da norma jurídica, tal referência faz relação com o processo de escolha, feito por quem tem competência para decidir por uma, dentre as várias soluções normativas postas à sua disposição. Os modelos jurídicos a que Reale faz menção, nascem para modelar a experiência jurídica no processo dialético do fato, valor e norma, de modo que a ser este um normativismo concreto, baseado na correlação entre modelo e o que é modelado¹⁴⁸.

Contudo, como aponta Ludwig, em obras mais recentes, Reale alterna sua ênfase ao “poder de decidir” para enfatizar um sentido autônomo de juridicidade, que possibilita o homem a praticar, ainda que de forma imperceptível, uma filtragem seletiva que compõe o conteúdo de suas convicções¹⁴⁹. Nesse sentido, Ludwig conclui:

Ao nosso ver, essa imagem de uma “contínua e imperceptível filtragem seletiva”, devidamente transplantada para a dimensão social, possibilita o entendimento do modo *sui generis* pelo qual se realiza, na gênese das normas consuetudinárias, o processo de “equacionamento de fatos, segundo valores”, que parece passar antes pela via hermenêutica do que pela hipótese de racionalidade volitiva¹⁵⁰.

Assim, percebe-se, desde logo, a peculiaridade que os usos e costumes apresentam na formação de normas jurídicas, haja vista sua espontaneidade e descentralização¹⁵¹.

Mas é preciso salientar que neste trabalho a dimensão da utilização dos usos e costumes que será adotada, diz respeito à sua dimensão normativa¹⁵². Como salienta Ludwig, o elemento consuetudinário possui duas dimensões: uma *stricto*

¹⁴⁶ LUDWIG, 2005, op. cit., p. 85-86.

¹⁴⁷ O direito do ponto de vista sociológico é fato, do ponto de vista filosófico é valor e do ponto de vista jurídico é norma. Reale, contudo, alerta para que se considere estes elementos “menos como elementos do que como momentos de um processo. Cf. REALE, 1994, op. cit., p. 97.

¹⁴⁸ LUDWIG, 2005, op. cit., p. 86.

¹⁴⁹ Ibid., p. 88.

¹⁵⁰ Ibid., p. 88-89.

¹⁵¹ Ibid., p. 88-89.

¹⁵² Na lição precursora de Carlos Maximiliano, o elemento consuetudinário apresenta dupla função como fonte subsidiária do direito: a primeira delas para completar o Direito Escrito e/ou preencher suas lacunas; e a segunda como elemento de hermenêutica. Cf. MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998. p. 189.

sensu, para a formação da compreensão do intérprete do direito e a função normativa, propriamente dita, como um “dever-ser” de origem social espontânea no âmbito da formação do direito em geral.

Passemos, portanto, a verificar o que se entende por usos e costumes e os seus elementos característicos apontados pela doutrina para o desempenho de sua função normativa.

Por muito tempo, entendia a doutrina existir pertinência na distinção entre as expressões “usos” e “costumes”. Aqueles para caracterizar os atos ou fatos reiteradamente praticados e, estes, como as normas jurídicas oriundas desta repetição de atos. Há muito, porém, não mais persiste a distinção entre as expressões, inclusive encontrando outros sinônimos como “prática”, “estilo” e outras expressões¹⁵³. O civilista Clóvis Beviláqua já definia os usos e costumes como a observância constante de norma jurídica não baseada em lei escrita, possuindo dois elementos: um externo – uso e a sua observância constante – e outro interno, a *opinio necessitatis*, a convicção que se encontram os praticantes de determinado costume que estão diante de uma necessidade jurídica¹⁵⁴.

Aliás, a lição de Marta Vinagre é no sentido de que a doutrina tradicionalmente exige estes dois requisitos para a configuração do costume: um objetivo, fático, material, e outro subjetivo, psicológico. O primeiro é o uso prolongado, com caracteres de uniformidade, publicidade, generalidade. O segundo é a convicção de sua obrigatoriedade, que os romanos chamavam *opinio necessitatis*. Além desses elementos, os costumes não podem divorciar-se da moral para que tenham significação jurídica¹⁵⁵.

No mesmo sentido, é a lição de Waldemar Ferreira, para quem nem todos os usos e costumes comerciais são fontes subsidiárias do direito. Para argumentar seu ponto, o autor os divide em duas categorias: legislativos e interpretativos¹⁵⁶, de certo

¹⁵³ FERREIRA, Waldemar. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960. v. 1., p. 426-427.

¹⁵⁴ BEVILÁQUA, Clóvis. **Teoria geral do direito civil**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1929. p. 27.

¹⁵⁵ VINAGRE, Marta. Costume: forma de expressão do direito positivo. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 671-682. v. 1, p. 671-672.

¹⁵⁶ A maior parte da doutrina acaba por dividir os costumes em três categorias distintas: a) *secundum legem*, que seriam os costumes já positivados na legislação; b) *praeter legem* são os que funcionam como forma de expressão jurídica supletiva da lei, operando na falta ou omissão desta, ou os usos e costumes propriamente ditos e; c) *contra legem*, que são os são os que se formam em oposição à lei. Sobre essa divisão, conferir VINAGRE, 2011, op. cit., p. 673.; MARQUES, José Roberto. Costume. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de**

modo remetendo às dimensões (interpretativa e normativa) dos usos e costumes já expostas. Os primeiros, quando provados, possuem força de lei e os segundos como cláusulas contratuais, exprimindo a vontade específica dos contratantes. O autor também elenca dois principais elementos para a caracterização do instituto. O primeiro deles na constância e uniformização de sua observância e o segundo pelo sentimento íntimo que a observância daquela prática¹⁵⁷.

Paula Forgioni ensina que a ordem jurídica do mercado, no que tange ao direito comercial, é composta por normas endógenas e exógenas, revisitando as tradicionais fontes do direito: a lei (normas exógenas) e os usos e costumes (normas endógenas). Ensina a autora que no que diz respeito às leis, estas têm a função de implementar políticas públicas, levando o direito comercial a um perfil diverso do que assumiria se o mercado funcionasse livremente, bem como para catalisar o fluxo de relações econômicas. Já os usos e costumes são identificados como diretrizes cruciais para o funcionamento do mercado, sendo capaz de emanar normas de respeito obrigatório para os agentes econômicos¹⁵⁸. Não por outra forma que o Código Comercial de 1850 já previa em seu art. 2º a presença dos usos e costumes como fontes subsidiárias do Direito Comercial.

A verdade é que, na gênese do Direito Comercial, os usos comerciais ocorriam espontaneamente a fim de possibilitar a maior praticidade das relações comerciais, somente se tornando obrigatórios com a prática constante, uniforme e por certo tempo¹⁵⁹. Estes comportamentos acabavam por trazer certa previsibilidade ao agir de mercado, moldando o regramento comercial. Pertinente, portanto, a lição de Forgioni ao tratar sobre a utilidade dos usos e costumes:

direito civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 393-427. p. 396.; PEDRASSOLI, Antonio Fernando Campo. Algumas reflexões sobre costumes. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 65-80. p. 69.

¹⁵⁷ FERREIRA, 1960, op. cit., p. 430.

¹⁵⁸ FORGIONI, Paula. **A evolução do direito comercial**: da mercancia ao mercado. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 189-191.

¹⁵⁹ BARROS, Fábio Toledo Pedroso de. O direito de retirada do sócio na sociedade limitada: o valor do reembolso. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 770, p. 145-165, 1999. p. 166.

Ainda que por muitos anos tenham sido aparentemente renegados pela jurisprudência, hoje a força dos usos e costumes encontra-se vivificada a ponto de alguns autores referirem-se ao fenômeno da redescoberta dos usos comerciais.

Os agentes trazem à luz e adaptam modelos de comportamento que, aos poucos, vão se espraiando porque se mostram eficientes e adequados à satisfação de determinadas necessidades. Gera-se, assim, regularidade do agir e possibilidade de previsão do comportamento que será adotado pelo parceiro comercial.

Esses esquemas – que normalmente atuam em prol do tráfico – espraiam-se ao serem imitados por outros agentes. Daí a força uniformizadora dos usos e costumes, que tendem a planificar o comportamento das empresas.

A prática reiterada e disseminada de atos dá origem a comportamentos socialmente típicos ou à “tipicidade social e, nesse sentido, pode-se vislumbrar certa racionalidade espontânea na formação do ordenamento”¹⁶⁰.

Em outra obra a autora ainda sedimenta que no Direito Comercial a força dos usos e costumes, ainda que ignorada por muitos é de tal sorte que pauta não apenas a atuação dos agentes econômicos, mas principalmente as decisões dos tribunais. O poder dos usos e costumes ligam-se não apenas à criação de práticas pela classe empresarial, que constantemente faz surgir soluções para os problemas econômicos, mas também à resposta dada pelos tribunais. De modo que: “o direito comercial não existe sem os julgados, e, por sua vez, o resultado dessa corrente de decisões condiciona a atuação dos agentes econômicos, fechando um ciclo que não pode ser ignorado pelo intérprete do Direito”¹⁶¹.

É preciso, no entanto, levar em consideração o alerta feito por Ferraz Jr. Segundo o autor, a norma costumeira traz um problema quanto à sua validade, isto é, a partir de que momento se inicia sua validade jurídica¹⁶². Ocorre assim, uma certa seleção natural dos usos e costumes. Como se determinada prática fosse repetida e copiada até que sua observância seja esperada de quem atua naquele mercado, prevalecendo apenas aquelas práticas consideradas mais eficientes. No entanto, é preciso recordar que os usos e costumes também passam pelo crivo das decisões judiciais, as quais poderão considerar tal prática como violadora de outras normas jurídicas e não confirmá-la¹⁶³. O exemplo abaixo bem ilustra a situação:

¹⁶⁰ FORGIONI, 2012, op. cit., p. 192.

¹⁶¹ FORGIONI, Paula. A unicidade do regramento jurídico das sociedades limitadas e o art. 1.053 do Código Civil: usos e costumes e regência supletiva. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 216-223. p. 216.

¹⁶² FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão, dominação**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. p. 208.

¹⁶³ FORGIONI, 2011, op. cit., p. 216-217.

Dizendo-o de outro modo, suponha-se que uma empresa realize determinado negócio jurídico, até então pouco usual, que entende lícito. A prática mostra-se economicamente vantajosa e, rapidamente, outros agentes econômicos copiam-na. Passado algum tempo, os tribunais, interpretando/aplicando textos normativos, consideram que o original negócio é, na verdade ilegal. No torvelinho do mercado, não mais será prudente adotar tal prática – e, portanto esta não se perpetuará, ainda que, em um primeiro momento, se tenha mostrado eficiente; diante da orientação jurisprudencial, há forte desestímulo à sua implementação, por partes de outros agentes¹⁶⁴.

Tendo em vista não ser uma norma promulgada que exige um uso continuado no tempo, bem como pelo fato de os usos e costumes refletirem uma complexa interação entre texto normativo, atos dos comerciantes e jurisprudência¹⁶⁵, os sistemas jurídicos encontraram um substituto para sua promulgação, qual seja a prova dos costumes por quem o alega¹⁶⁶.

Embora considerado como fonte subsidiária do Direito, os costumes em certas situações necessitarão de prova, nos termos do que leciona Marta Vinagre:

Mas isto não quer dizer que esta prova seja necessária, e exigível, sempre. Alguns autores até afirmam que sim, com base no art. 337 do CPC (LGL\1973\5). Mas leram mal o dispositivo, pois a prova do teor e da vigência do costume, pela parte que o alegar, só é requisito imposto pela lei processual “se assim o determinar o juiz”. E isto é razoável, pois o magistrado, num caso concreto, pode desconhecer o costume enunciado. Por outro lado, a norma consuetudinária pode ter existido, mas, assim como a vontade popular tem a força para criá-la, tem o poder de desconstituí-la. O *descostume* é a revogação do costume pelo próprio costume, e com este movimento espontâneo inverso, fica suprimida a norma jurídica que havia emanado do Direito Popular. Em passagem lapidar, Miguel Reale aponta: “As regras de Direito costumeiro perdem a sua vigência pelo desuso, pois a sua vigência é mera decorrência da eficácia”. Em seguida, Reale compara: “Na vida da norma legal, a vigência é *prius*; a eficácia é *posterius*. Tratando-se de regra costumeira, dá-se o contrário, pois a vigência deflui da eficácia”¹⁶⁷.

O reconhecimento do costume enquanto norma, independe de confirmação jurisprudencial, tal como leciona Vinagre. O que a jurisprudência faz é o seu reconhecimento, pois como fonte do direito, o costume é anterior à formação da jurisprudência, ou seja, o costume persiste independente se nunca vier a ser questionado judicialmente. Nos termos do que aponta a autora:

¹⁶⁴ FORGIONI, 2011, op. cit., p. 217.

¹⁶⁵ Ibid., p. 217.

¹⁶⁶ FERRAZ JÚNIOR, 2008, op. cit., p. 209.

¹⁶⁷ VINAGRE, 2011, op. cit., p. 676.

Não se deve, entretanto, apequenar o papel da confirmação jurisprudencial que, por sua relevância, robustece o costume, difunde-o, serve como elemento de fixação do mesmo, proclama a sua força obrigatória aos quatro ventos, tornando-a mais certa e nítida. Mas não é o juiz que a cria – insistamos nisso - nem é a sentença o seu fundamento ou razão de ser, funcionando como se fosse um espelho, que reflete a claridade, mas não é a fonte da luz¹⁶⁸.

Sobre a prova dos usos e costumes, o STJ e decisão sobre a matéria se manifestou no sentido de a comprovação do costume poder ser realizada por prova testemunhal, inclusive. No julgamento do Recurso Especial 877.704/RJ, a Relatora Ministra Nancy Andrighi entendeu cabível a prova do costume pelo meio de prova testemunhal. Na ocasião, o recurso se originou de uma ação de cobrança em que a autora foi contratada pela recorrente para realizar serviços de transporte rodoviário de cargas agrícolas na safra de 2002/2003. Porém, a recorrente se recusou a indenizar despesas de 'sobrestadias' pagas aos motoristas pelo tempo excedente de permanência para descarga no porto de entrega, obrigação a ela imputável em face de costume comercial.

Apesar da argumentação da recorrente sobre a inexistência de assentamento destes costumes nos regulamentos das instalações portuárias e que a prova dos costumes somente se daria pela prova documental, o recurso teve seu provimento negado. Em sua fundamentação, a Ministra Nancy Andrighi revela que, em primeiro lugar, a competência para o assentamento dos costumes é das Juntas Comerciais e não da autoridade portuária. Em segundo lugar, a eminente Ministra fundamenta que a prova documental é necessária para a comprovação de costumes que já tenham o seu assentamento realizado nas juntas comerciais, faltando fundamento para alegar que este é o único meio de prova para o reconhecimento de costumes, haja vista nem todos estarem assentados, concluindo assim:

¹⁶⁸ VINAGRE, 2011, op. cit., p. 675.

É evidente que nem todo costume comercial existente estará assentado antes que surja uma oportunidade para que seja invocado em juízo, pois o uso necessariamente nasce na prática comercial e depois se populariza nas praças comerciais, até chegar ao ponto de merecer registro pela Junta Comercial. A tese defendida pela recorrente, na verdade, simplifica demasiadamente a questão, pois, ao exigir-se sempre a existência do assentamento – e, conseqüentemente, de prova documental – como condição para defesa de direitos com base no uso mercantil, ignora o lento processo de desenvolvimento social da norma consuetudinária que é a ela inerente – como se o costume devesse ser primeiro oficializado, para depois ser obedecido¹⁶⁹.

A posição da Ministra Nancy, inclusive, relembra a posição de Waldemar Ferreira para quem as Juntas comerciais ao realizarem os assentamentos dos costumes não os estão criando, mas apenas revelando sua existência. De todo o modo, quando não registrados os costumes, sua prova pode se dar por atestados dos comerciantes ou por qualquer outro meio de prova em direito admitido, inclusive pela prova testemunhal¹⁷⁰.

Interessante é ressaltar, ainda, o trabalho de Tiago Bitencourt de David ao tratar dos usos e costumes no auxílio da interpretação de negócios jurídicos e de defesa de legítimas expectativas¹⁷¹. Após discorrer sobre a utilização dos usos e costumes como instrumento de interpretação dos negócios jurídicos, o autor apresenta dois julgados do TJRS no qual se invocam os usos e costumes como diretriz hermenêutica na interpretação de negócios jurídicos. No primeiro deles, o TJRS entendeu ser anulável o casamento em que um dos cônjuges não tinha e nunca teve a intenção de realização de conjunção carnal com o outro, quebrando legítima expectativa e os costumes¹⁷². No segundo julgado, foi analisada a licitude de uma instituição financeira em convocar clientes a comparecer em agência através de anúncios em rádio, sendo entendido que os costumes do local assim permitiam a convocação¹⁷³. David ainda ressalta que o valor normativo do costume se baseia não na constância exterior do comportamento, considerado isoladamente, separado da convicção e da avaliação que o animam e o vivificam, mas sim justamente nessa

¹⁶⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 877.704-RJ**. Recorrente: SAB Trading Comercial Exportadora S/A. Recorrido: Transcocamar Transportes e Comercio Ltda. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 17 de agosto de 2009. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?src=1.1.2&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&num_registro=200601756504>. Acesso em: 14 fev. 2018.

¹⁷⁰ FERREIRA, 1960, p. 435.

¹⁷¹ DAVID, Tiago Bitencourt de. Usos e costumes no Código Civil de 2002: em defesa das expectativas legítimas. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 48, p. 47-65, 2011. p. 56.

¹⁷² Ibid., p. 57-58.

¹⁷³ Ibid., p. 59.

convicção, enquanto e até quando for sustentada e reforçada, por sua vez, pela constância do comportamento, ambos considerados num círculo de reciprocidade indissolúvel¹⁷⁴.

Quem também apresenta um exemplo da aplicação dos usos e costumes em seu âmbito normativo é Marcos Ludwig, ao analisar um julgado do TJRS sobre contratos de arrendamento rural. Relata o autor:

Estabelecer-se no contrato celebrado em Tapes, que o preço seria pago em produto, segundo costume do local. No momento do adimplemento, contudo, o arrendatário pretendeu que o pagamento fosse efetuado em dinheiro, contra o que se insurgiu o proprietário. No julgamento do litígio, enfim, decidiu o TJRS que, no caso, ao arrendatário se impunha “alegar e demonstrar o prejuízo que teria com o pagamento em produto, vez que se trata de costume regional, a ser levado em consideração. E, logo a seguir, concluíram os desembargadores: “Costume é fonte material de direito, resultante da observação das condutas sociais, que devem receber valor normativo, sempre que se ajustem aos princípios e regras fundamentais do ordenamento”¹⁷⁵

Destas breves considerações sobre os usos e costumes enquanto fonte subsidiária do Direito (principalmente do Direito Comercial) é preciso confrontá-las com os títulos de dívida conversíveis utilizados na prática de investimento-anjo no Brasil.

Qualquer argumento que possa vir em defesa de considerar os títulos de dívida conversíveis em verdadeiros costumes jurídicos e, conseqüentemente, como nova figura contratual, deverá obrigatoriamente cotejar com os elementos que a doutrina entende pertinentes sobre a matéria. Assim, é preciso em um primeiro momento verificar se a utilização de títulos de dívida conversíveis é geralmente feita para a prática destas operações de forma mais ou menos padronizada e, posteriormente, verificar o elemento subjetivo, ou seja, verificar se as partes entendem que estão efetivamente diante de uma obrigação jurídica.

No que tange à prática constante e uniforme das operações, o mercado tende a demonstrar que este requisito é atendido. A já mencionada Anjos do Brasil disponibiliza um guia trazendo informações relevantes sobre o que se considera investimento-anjo, questões atreladas ao risco da operação, bem como a forma de se estruturar a operação. Na página 24 de tal guia, no entanto, é possível se deparar com a seguinte colocação:

¹⁷⁴ DAVID, 2011, op. cit., p. 54.

¹⁷⁵ LUDWIG, 2005, op. cit., p. 163.

Há diversas formas de se fazer um investimento. Diretamente, ou seja, via aquisição de participação societária, hipótese em que o investidor se torna sócio. Ou por meio de um empréstimo conversível ou ainda, por via de opção de compra de participação societária. Com o intuito de facilitar os termos e conceitos a serem discutidos neste guia, vamos limitar o escopo deste documento, **considerando padrões gerais de mercado** com relação aos formatos de investimento anjo, mas, não se esqueça: o ideal é analisar cuidadosamente cada situação a fim de definir qual o melhor formato para um determinado investimento, bem como qual o tipo societário adequado. **Sendo assim, vamos tratar neste documento de um investimento anjo em uma Sociedade Limitada por via de empréstimo conversível**¹⁷⁶.

Percebe-se, claramente, que a própria Anjos do Brasil, maior entidade que fomenta o instituto no país, reconhece os títulos de dívida conversível como a prática padrão de mercado. Mas a instituição não está sozinha, já que outras instituições e empresas que realizam estas operações divulgam materiais apontando os títulos de dívida conversíveis como o padrão nas operações de investimento-anjo¹⁷⁷.

Podem ser citados ainda, diversos outros artigos e entrevistas que elegem os títulos de dívida conversível como a opção padronizada das operações de investimento em *startups*¹⁷⁸. Nesse sentido, Lobo e Potenza afirmam: “Por questão de segurança jurídica e, principalmente, de proteção patrimonial, os investidores preferem adotar uma estrutura com um contrato de mútuo conversível em detrimento de uma estrutura de investimento em participação societária¹⁷⁹”.

Entretanto, apesar de verificar que esta modalidade de investimento encontra guarida na prática, ainda resta saber se o elemento subjetivo das partes que realizam estas operações nos autoriza a compreender o instituto como um costume jurídico válido e exigível.

Esta será a tarefa dos próximos capítulos deste trabalho, após analisar os dados coletados com agentes que participaram destas operações e cotejar com a revisão bibliográfica realizada até o presente momento.

¹⁷⁶ ANJOS DO BRASIL. **Guia de Investimento Anjo**. c2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/documenta-para-o-guia-de-investimento.html>>. Acesso em: 18 jan. 2018. (grifo nosso).

¹⁷⁷ Exemplo disso é a Aceleradora Ace, uma das maiores do país, que em seu blog divulga texto e vídeo sobre o mútuo conversível sendo a prática mais adotada nas operações de investimento-anjo. Disponível em: <<https://goace.vc/o-que-e-mutuo-conversivel/>>. Acesso em: 18 jan. 2018

¹⁷⁸ Cf. NYBO, Erik. Convertible notes como opção de financiamento em startups. **E-commerce Brasil**, 11 nov. 2014. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/artigos/convertible-notes-como-opcao-de-financiamento-da-startup/>>. Acesso em: 18 jan. 2018.; SANTOS, Fernanda. Quais os modelos de participação acionária em Startups?: Parte 3 – Broota. **Startupi**, 12 abr. 2015. Disponível em: <<https://startup.com.br/2015/04/quais-os-modelos-de-participacao-acionaria-em-startups-parte-3-entrevista-broota/>>. Acesso em: 18 jan. 2018.

¹⁷⁹ LOBO; POTENZA, 2016, op. cit., p. 276.

4 METODOLOGIA

O presente estudo tem como principal objetivo analisar se os títulos de dívida conversíveis utilizados para a realização de operações de investimento-anjo conferem a proteção almejada pelos participantes e, em caso negativo, se na utilização deste instituto pode ser invocado o costume como fonte subsidiária do Direito Comercial, de modo a conferir maior segurança ao instituto.

Na presente pesquisa, no tocante ao seus objetivos, se utilizou a forma exploratória, isto é, teve como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, torná-lo mais explícito e construir hipóteses através de levantamento bibliográfico e realização de entrevistas com pessoas que tiveram experiências com o problema que aqui se estuda¹⁸⁰.

No que tange a sua abordagem, a presente pesquisa será uma pesquisa qualitativa, posto que não irá se preocupar com o caráter numérico de sua amostra, mas com o aprofundamento e compreensão do tema dos entrevistados. Desse modo se busca descrever, compreender e explicar¹⁸¹ as interações entre os players que participam de operações de investimento anjo. Segundo Malhotra, nem sempre é possível a utilização de métodos plenamente estruturados para colher informações dos entrevistados. Determinados valores, emoções e motivações que se situam no nível subconsciente são encobertos ao mundo exterior pela racionalização e outros mecanismos de defesa do ego. Em tais casos, a melhor maneira de obter a informação desejada é mediante a pesquisa qualitativa¹⁸².

Nos termos que lecionam Bogdan e Biklen, as entrevistas permitem que se colham dados na linguagem dos próprios entrevistados, o que permite ao intérprete destes dados desenvolver de forma intuitiva a maneira como enxergam o fenômeno em estudo¹⁸³.

Foram realizadas 12 (doze) entrevistas de forma individual com players que já participaram de pelo menos uma operação de investimento-anjo, sendo o foco das perguntas a experiência dos entrevistados. A entrevista foi elaborada de forma

¹⁸⁰ SILVEIRA, Denise Tolfo; CÓRDOVA, Fernanda Peixoto. A pesquisa científica. In: GERHARDT, Tatiane Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: UFRGS, 2009. p. 31-43. p. 35.

¹⁸¹ Ibid., p. 31-32.

¹⁸² MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006. p. 157-158.

¹⁸³ BOGDAN, Robert; BIKLEN, Sari. **Investigação qualitativa em educação**: uma introdução à teoria e aos Métodos. Porto: Porto Editora, 2010. p. 47.

semiestruturada, de forma que os entrevistados pudessem discorrer sobre o tema de forma livre de acordo com suas próprias experiências. Tal técnica vai ao encontro do que lecionam Rosa e Arnoldi, as quais aponta que a entrevista semiestruturada é mais indicada quando, dentre outras hipóteses, o objetivo da entrevista é desenvolver um entendimento das circunstâncias em que está inserido o respondente, suas crenças e valores¹⁸⁴.

As entrevistas foram conduzidas através de plataformas on-line de comunicação, como o *Google Hangouts*, *Skype* e *Appear*, de modo a facilitar o contato. Todas as entrevistas foram gravadas e degavadas, tendo sido realizadas entre 31 de outubro e 16 de novembro de 2017. Os entrevistados foram submetidos a 11 perguntas relacionadas a operação de investimento-anjo que já tiveram oportunidade de participar. Objetivo das perguntas era verificar a familiaridade com o tema e a experiência dos entrevistados, bem como explorar a percepção de risco que eles tinham sobre operações de investimento-anjo e a cláusulas normalmente utilizadas nos instrumentos. Os entrevistados também foram provados a responder se enxergam um padrão de estruturação de operações de investimento-anjo no país e se vislumbram a hipótese do ecossistema adotar a nova figura criada pela Lei Complementar 155/2016. Além das perguntas objeto da pesquisa, os entrevistados foram submetidos a perguntas introdutórias para fins de segmentação de idade, profissão, sexo e local de residência.

A duração média das entrevistas foi de 17 minutos e trinta segundos. Dentre os entrevistados, a média de idade da amostra foi de 37 anos. Dos doze entrevistados, onze pertenciam ao sexo masculino e um ao sexo feminino. No que se refere ao estado da federação em que estavam domiciliados os entrevistados, nove estavam no Rio Grande do Sul, um em Santa Catarina, um no Paraná e um no Espírito Santo.

A seguir o quadro com os principais dados demográficos dos participantes:

¹⁸⁴ ROSA, Maria Virgínia Figueiredo do Couto; ARNOLDI, Marlene Aparecida Gonzalez Colombo. **A entrevista na pesquisa qualitativa**. 2. ed. Belo Horizonte: Autentica, 2014. p. 27.

Quadro 1 - Principais dados demográficos dos participantes

Entrevistado	Idade	Sexo	Profissão	Setor de atuação	Residência
E1	33 anos	Masculino	Advogado	Investimento em <i>startups</i>	Vitória/ES
E2	27 anos	Masculino	Engenheiro Eletrônico	TI e segurança	Curitiba/PR
E3	50 anos	Masculino	Executivo	Investimento em <i>startups</i>	São Leopoldo/RS
E4	35 anos	Masculino	Empresário	TI	Gravataí/RS
E5	31 anos	Masculino	Administrador de empresas	TI	Porto Alegre/RS
E6	35 anos	Masculino	Empresário	TI/saúde	Novo Hamburgo/RS
E7	53 anos	Masculino	Empresário	Seguros	Joinville/SC
E8	31 anos	Masculino	Empresário	TI	Novo Hamburgo/RS
E9	54 anos	Masculino	Executivo	Investimentos em <i>startups</i>	Porto Alegre/RS
E10	39 anos	Masculino	Empresário e economista	Consultoria	Porto Alegre/RS
E11	29 anos	Masculino	Empresário	Agronegócio	São Leopoldo/RS
E12	29 anos	Feminino	Diretora Executiva	TI	Novo Hamburgo/RS

Fonte: os autores.

A pesquisa não identificou os participantes e manteve o sigilo sobre suas identidades, de modo a preencher os requisitos da Resolução 510 do Conselho Nacional de Saúde, mormente o art. 1º, incisos I e VII.

5 SISTEMATIZAÇÃO E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

5.1 Sistematização e apresentação dos resultados

Metade dos entrevistados participou das operações na condição de investidor e a outra metade na condição de sócio da empresa que recebeu o investimento, com destaque ao entrevistado nº 6 que participou de operações em ambas as condições. Sendo assim, para fins de sistematização, os resultados serão apresentados de forma a separar estes dois grupos, apresentando as semelhanças e diferenças em cada um deles.

5.2 Investidores

No que se refere às razões para a realização e objetivos de participar de uma operação de investimento-anjo, os investidores salientaram que além do interesse de retorno financeiro da operação, querem ajudar novos negócios a se desenvolver, buscar sinergias com negócios que já possuem, bem como compreender o processo de transformação que o mundo vive em razão das inovações e novos modelos de negócios.

Com exceção do entrevistado nº 1, todos os investidores utilizaram o mútuo conversível como instrumento para a realização da operação. O instrumento utilizado pelo entrevistado nº 1 foi a constituição de uma sociedade em conta de participação. Dentre as razões para a utilização do mútuo conversível ou da sociedade em conta de participação, os entrevistados 1 e 12 elencaram a segurança do investimento e dos investidores em não responderem por eventuais dívidas da empresa, bem como pelo fato de que outros instrumentos poderiam trazer um gasto de tempo precioso ao empreendedor em cumprir com obrigações legais e burocráticas:

E1: Por uma questão de segurança de investimento. Eu diria que segurança de investimento, porque apesar de existirem algumas seguranças para o sócio minoritário da limitada, sabemos que o judiciário, muitas vezes, embola nos conceitos e retira as proteções do minoritário na limitada, mesmo não tendo poder de gestão nem nada, e além disso, a receita federal também, esquece dessas proteções e acaba envolvendo o patrimônio pessoal com o empresarial de uma maneira muito fácil. E no mundo do direito civil é um pouco mais difícil, mas não, faz a desconsideração da personalidade jurídica e num mundo trabalhista e tributário, dependendo o estado, como nesse caso o Espírito Santo é muito fácil fazer a desconsideração da personalidade jurídica carregando todos os minoritários e os majoritários para pagar por uma dívida que não deveria ser colocado como para todos da empresa. Por conta de todos esses eventuais riscos judiciais, e não jurídicos de uma limitada, me parece que precisava de uma proteção. Com isso, a SA dá essas proteções, só que ela tem um conjunto burocrático que não é tão grande, seu custo não é tão elevado, mas é um conhecimento específico, que não é tão corriqueiro e aí você têm um empreendedor que precisa focar 200% do tempo dele em desenvolver um melhor produto e vender da melhor maneira e tem que tirar esse cara para seguir toda a estrutura e o passo a passo relacionado a uma SA, por mais que entre no automático e depois, em primeiro momento pode dar uma dor de cabeça maior. E para startups qualquer diferença de valor de contador que seja, para um ou dois salários mínimos já conta muito para a experiência do empreendedor.

E12: Se bateu muito na questão de segurança. São quase grande maioria pessoas jurídicas, a minoria pessoa físicas. Então, se bateu muito, e foi um dos quesitos que levantamos era a questão da segurança. A gente não queria participar de um negócio incerto assumindo todos aqueles riscos daquele negócio não dar certo ou vir a assumir problemas financeiros e trazer isso para dentro das empresas que estamos constituídos, das que temos solidez. Então, o grande motivo foi proteção desse grupo de investimentos.

Já os entrevistados 3, 7 e 9 relataram ter escolhido essa forma de estruturar a operação desta forma por orientação dos assessores jurídicos e ser uma prática de mercado, sem uma reflexão muito profunda sobre o tema:

E7: Olha, não foi uma razão muito específica, foi muito mais uma orientação, um modelo, como se tornava naquele momento viável, no modelo de investimento anjo do Gávea Angles, que é basicamente um grupo de anjos que se reúne, definem um líder para fazer a negociação com o empreendedor, manter as relações com o empreendedor e, os demais, acompanham através de relatórios e/ou reuniões o trabalho que esse líder foi designado a fazer. Então, o mútuo conversível, acabou sendo o modelo que foi proposto, te confesso que eu não me debrucei muito sobre se era o melhor ou não. Eu fui muito pela orientação do grupo de sugerir esse modelo.

E9: Acho que basicamente por exclusão dos outros, ou seja, em caso particular o contrato de participações. Para nós, a gente tinha menos problema de, a aceleradora em si ela é uma organização sem fins lucrativos, então, eu justificaria o uso dela com o fato suspensivo de um processo desses.

Por fim, os entrevistados, 6 e 10, entendem que o mútuo conversível é o instrumento adequado pois permite que o investimento tenha um tempo de maturação e que as partes envolvidas se conheçam e se relacionem, sem que haja uma vinculação direta com o negócio (no sentido de participação societária) enquanto se aprende sobre o negócio em si:

E6: Principalmente por dois fatores, o suporte para o crescimento, mentoria, no nosso caso, o envolvimento de uma empresa de maior porte no processo de investimento e dos recursos que entram na empresa e que ajudam no crescimento.

E10: Primeira razão é que o investimento anjo é um investimento de risco e por ser um investimento de risco tem um tempo de teste de aprendizado, adequação de modelo de negócio o que faz com que eu não fique atrelado diretamente ao empreendimento sem ter o conhecimento prévio da postura dos empreendedores, enfim, é no caminho que vamos aprendendo como eles se comportam e não na fase de investimento. Então, o mútuo conversível te permite fazer isso, ter um tempo antes de se vincular aos empreendedores tu ter um vínculo parcial para entender o funcionamento das atividades empreendedoras deles para não colocar em risco um não possível conhecimento já no primeiro momento.

Na percepção dos principais riscos jurídicos assumidos na operação do ponto de vista do investidor, os entrevistados apontaram a perda dos valores investidos como principal risco. Também foram citados como riscos relevantes a necessidade do instrumento eleito para instrumentalizar a operação ser suficientemente robusto para assegurar os direitos ali contidos (entrevistado 3); errar na escolha do empreendedor a respeito da sua competência de realizar o projeto investido (entrevistado 7 e 10), ser responsabilizado por eventuais débitos de origem trabalhista (entrevistado 9) e errar no modelo negócios (entrevistado 10):

E3: Na minha visão, o principal risco que a gente tenta minimizar é a própria, que o contrato pare de pé, ou seja, na hora que for converter a participação e executar o resultado seja ele qual for, o contrato em si, seja suficientemente robusto para segurar a operação. Eu entendo que esse seja o principal risco, dê o amparo para a negociação que está sendo feita, para mim esse é o principal item.

E7: Bom, o risco, o primeiro risco, é o risco do dinheiro propriamente dito. Então, fazer uma análise adequada de quanto tem efetiva disponibilidade de um valor que você não está buscando resultado imediato, é um investimento que tu sabes que é um risco altíssimo. E na sequência, o risco maior é o risco do empreendedor, numa análise equivocada da competência, da capacidade, do valor que o empreendedor dá para esse projeto, sua dedicação, leva a perder tudo. Mais do que isso, a ideia, o conceito, uma grande ideia genial, uma grande inovação, o principal peso para mim depois do próprio dinheiro é o empreendedor em si, é conseguir selecionar um bom empreendedor mais do que um bom projeto.

E10: O primeiro momento o grande risco é não acertar nas pessoas que vão estar encaminhando o empreendimento, na verdade isso é um processo muito difícil de análise. Análise comportamental do empreendedor, esse é o primeiro grande risco do investidor anjo porque são as pessoas que fazem acontecer o processo e se tu tiveres uma equipe desbalanceada, um empreendedor com dificuldades comportamentais e que não faça acontecer, o empreendimento não sai do papel. Esse para mim é o principal risco, errar no empreendedor. O segundo é errar no modelo de negócio que é achar que o modelo de negócios é um modelo vencedor e quando, ele vai para o mercado não consegue se desenvolver. Se desenvolver a ponta de efetivamente se escalar. O terceiro risco que eu vejo é principalmente orientar o modelo de negócios ser pouco atrativo e aí, a incapacidade do recurso financeiro predestinado ao investimento não ser suficiente para pivotagens e para tentar reescavar de novo o negócio. Esses são os três grandes pontos importantes.

A percepção do risco em relação a empresa que recebe o investimento, o entrevistado 1 apontou que quando se está realizando um investimento direto os maiores riscos da empresa são o risco moral ou de reputação em não conseguir performar corretamente e o risco de cumprir com a legislação numa ideia de *compliance*. Já quando o investimento se dá através de uma nota conversível, o entrevistado apontou como principal risco, o risco financeiro de devolução dos valores que foram investidos.

Dentre os demais entrevistados classificados como investidores, as principais respostas foram no sentido de escolher o investidor que não agregue nada além do dinheiro e que fique cobrando questões relacionadas ao retorno do investimento ou não receber a ajuda prometida (entrevistado 7 e 10); o perigo do investidor querer cobrar o valor de volta no meio do processo por questões de interpretação contratual extremamente subjetiva (entrevistado 6); possuir uma composição societária muito pulverizada e ter um investidor que queria se envolver diretamente na operação (entrevistado 12). Também foi relatado pelo entrevistado 9 que o empreendedor que recebe um investimento pode deixar de se acostumar em viver com poucos gastos e até “quebrar” por uma aceleração inadequada do crescimento, o que não aconteceria se o crescimento se desse de forma mais gradativa.

No que se refere aos riscos do ponto de vista dos empreendedores da empresa investida, os entrevistados responderam que seriam os mesmos riscos relacionados com a empresa, pois ambos se confundem nesse estágio inicial. Além disso, alguns salientaram a possibilidade de responderem com o patrimônio pessoal em caso de insucesso do negócio.

Quando questionados sobre as principais cláusulas do contrato, a grande maioria relatou a existência de *tag along* e/ou *drag along* (Entrevistado 1, 6, 7, 9, 10 e 12). O poder de vetar determinadas decisões dos empreendedores foi mencionado por um número expressivo de investidores (entrevistado 3, 6, 10 e 12). Também foram mencionadas cláusulas como o *lock up* para que os empreendedores não saiam do negócio por determinado período (entrevistado 1 e 10), a prestação de contas através de demonstrações financeiras (entrevistado 3 e 10), assento no conselho de administração quando instituído (entrevistado 6), direito de preferência para aquisição da participação dos empreendedores ou de novas rodadas de investimento, opção de venda por um valor simbólico (entrevistado 9), entre outras cláusulas pouco menos usuais no mercado como as levantadas pelo entrevistado 1 (*cláusula shoot gun, dead lock*, entre outras). Conforme é possível perceber das respostas abaixo:

E1: Nós temos, certamente o *tag along*, como uma proteção, ainda para o lado do investidor, as vezes, colocamos, aquela previsão de *lockup*, onde proibimos a saída do principal ou dos principais fundadores da empresa, ainda, nunca fiz *cliff* ou *vesting* para o investidor, o investidor não tem que se envolver com o *vesting*, multas, caso o empreendedor saia da empresa ainda que não permitido, fazendo concorrência ou algo desleal. Tem algumas preferências no aumento de capital, enfim, teve um aumento interno de capital em uma nova rodada, colocando o investidor como preferência em adquirir novas cotas, e com um percentual de desconto, de 20% a 30% em futuro. [...] Direito de informação acho importante também para que a gente nunca seja tolido do acesso aos livros contábeis, ao tudo que foi trabalhado e vendido na empresa. Teve uma situação que eu pedi *pullyng agreement* que é quando exigimos, que determinadas pessoas na empresa, antes de chegar para uma decisão de conselho, aquelas duas, três pessoas tem uma decisão prévia, ou seja a decisão deles é uma só. Isso é interessante, pois, às vezes, você tem mais afinidade que um grupo numa empresa do que outro, e quando você pede o *pullyng agreement*, você pode ter um pouco mais de controle nas decisões mais sensíveis que vão para o conselho para que não fique daqui a pouco dois sócios falando uma coisa, dois outra, enfim, é para ter uma decisão pré estabelecida antes do conselho. Ou que surgir uma pessoa do conselho e que peça uma decisão conjunta e que tenha uma prazo estabelecido e que essas pessoas decidam antes. Outra cláusula antes seria o *shoot gun* ou o *dead lock*, cláusulas de quando você tem um problema empresarial e você não está conseguindo solucionar e você precisa achar um gatilho jurídico ou contratual para tirar a empresa daquele conflito. O que funciona bem, apesar de ser um risco, depende muito da parte estratégica, mas é o *shoot gun*, que é quando você tem uma situação de conflito, as vezes, independente do conflito, se a parte A oferecer a compra, o percentual da parte B, com valor específico, a parte B tem que vender obrigatoriamente a cota por aquele valor ou ele vai comprar as cotas do A pelo mesmo valor oferecido. É uma cláusula interessante, porque se estão em conflitos, compro teus 50% por um milhão, ao mesmo tempo, se a outra pessoa não quiser vender, mas ela quiser comprar, sua cota, é obrigada a vender, e isso foge um pouco do risco de fazer uma oferta irrisória, compro por 200 mil o que vale 1 milhão. Se oferecer, 200 mil, o outro pode te comprar de volta por 200 mil.

E9: No nosso caso, temos uma cláusula que a empresa sempre exige que é uma quantia, um valor simbólico para poder ejetar se a empresa não está bem, a gente sempre tem a filosofia que perder o dinheiro que a gente investiu faz parte do jogo, e a gente não quer ir além disso. Então, essa é a principal. Cláusulas de non compete, de dedicação exclusiva, somos muito flexíveis, em muitos casos, porque o cara tem que ter uma renda ativa, ou é professor. Tento ajudar a ter liquidez para saída ou, por exemplo, preferência de venda, drag along. São cláusulas muito mais para lembrar o empreendedor que queremos sair um dia do que sejam cláusulas efetivas e eficientes para qualquer coisa na prática.

E10: Acho que é o drag, a capacidade de novas rodadas sem ser diluído, ou ter um teto de lição, é um ponto bastante importante dentro do contrato de investimento. Cláusulas de participação nas decisões, cláusulas ligadas, principalmente, a possibilidade de reduzir, escalonar o investimento para reduzir risco de acordo com metas estabelecidas. Cláusulas ligadas a compromissos estabelecidos por parte do investidor e do investido, que regula bem o contrato de investimento e aí, fazem com que ambos tenham capacidade de, enfim, cobrar, cobrar por aquilo que foi pré-orientado como valor para ambos. Tinham também poder de veto (tu vetar coisas que podem prejudicar a companhia, como por exemplo, estabelecer padrões como salários, valores de salários a serem contratos, ou seja, colocar limites na capacidade de gestão e ter uma rotina de acompanhamento na gestão financeira e administrativa acho que são casos importantes. Também, lockup.

E12: A cláusula de proteção era tag along, drag along, poder de veto, liberar o valor em etapas, do que estou lembrada nesse momento. Foram várias, acho que foram sete. Fizemos liberação dos valores conforme estabelecimento de metas e premissas para que fossem atingidas para liberação fracionada, porque essa liberação ocorreu totalmente fracionada. Então, a gente deu um aporte inicial e, depois, estabeleceu metas e, conforme cumpriu metas, fomos liberando o outro montante. Essa foi um dos gatilhos que a gente fez. Outra questão era sobre poder de veto. Nessa questão a gente fez um trabalho com os investidores conscientizando eles de que eles são investidores e qual era esse papel do investidor. De que, por mais que eu sou mentora de um projeto de startup, eu tenho ação e os poderes de mentoria, mas de jamais influenciar ou de querer impor algo na administração desse negócio. Então, trabalhamos em relação a maturidade do grupo para que não coubesse essa intervenção. Pois, isso era bem normal de encontrar no mercado e, isso não soma para o negócio, mais prejudica do que ajuda.

No que se refere a solução endereçada pelo contrato em caso de insucesso do negócio, apenas o entrevistado 6 relatou a devolução dos valores investidos e corrigidos monetariamente. Os demais entrevistados afirmaram que uma vez a *startup* fracassando, o valor do investimento simplesmente se perderia. No entanto, as justificativas para essa solução variam para cada entrevistado.

No caso do entrevistado 1, seu discurso foi no sentido de que se a nota conversível está sendo utilizada para a realização de um investimento direto, o investidor deveria, obrigatoriamente, abrir mão de eventual valor devido pela *startup*. O entrevistado 3, afirmou que o contrato prevê a devolução dos valores apenas por uma questão forma, de modo que se o negócio falha, o valor investido se perde, por ser um investimento de risco. De mesmo modo, o entrevistado 7 também salientou

que não haveria devolução dos valores em caso de insucesso, até porque em muitos casos o investimento não consistia tanto em desembolso de valores, mas em serviços e infraestrutura para a *startup*. Assim também se posicionou o entrevistado 12 e o entrevistado 9, o qual ainda comentou que a opção nesse caso é ou pela conversão ou pelo perdão da dívida:

E1: Bom, isso considerando a nota conversível. Ao considerarmos devolução de valor, na verdade, como no caso aconteceu, simplesmente, acabou, acabou, aí, e o protetivo, vamos dizer, o que resta, é aquela que diz que o empreendedor voltar a trabalhar em algum momento mais a frente, a gente daria a garantia que estaria participando do negócio. Então, não é acabou hoje e depois, todos os investidores estão fora, não é assim. Como se todo aquele aprendizado que eles tiveram por todos os investidores envolvidos, se não tivesse mais valor nenhum. É mais acabou, acabou. Do ponto de vista de nota conversível, que eu nunca fiz, dependeria muito do que foi combinado. Eu como tenho uma visão muito mais pró empreendedor nesse investimento, eu acho que nota conversível, ela deveria, se ela está sendo utilizada como de forma de diminuir risco para o investidor, mas de fato, ele quer fazer o empreendimento direto, eu acho que no fracasso da empresa o investidor necessitaria obrigatoriamente, abrir mão do débito, na verdade, do crédito. E perdoaria o crédito que ele tem contra a empresa. Eu acho que é o melhor cenário, mas na verdade, quando o mútuo conversível foi feito de melhor maneira, como o pessoal tem feito aí, ele tem que cobrar com toda a conversão que ele colocou no contrato. Se for usura, se não foi, enfim, aí vai estar naquela.

E3: A princípio ele prevê a devolução apenas por uma questão formal, porque o nosso entendimento é que se o negócio não dá certo, não temos que cobrar nada do empreendedor, é risco, então, é um investimento de risco, se o negócio não deu certo, não tem débito nenhum, mas como trabalhamos com o mútuo colocamos uma cláusula de retorno basicamente para manter o contrato mais robusto em termos do que é combinado.

E9: Não, solução é a gente perdoa a dívida e isso são problemas, pois pode vir a ter problema fiscal ainda para o empreendedor. Mas, não existe a opção de pagar para nós a dívida não, ou a gente pede para converter ou a dívida é perdoada.

E12: Eu tenho encontrado isso no mercado, não concordo. Mas, isso, encontramos no mercado, que tu faz o aporte e tu exige no contrato a devolução. Mas, todo o investidor, ele sabe que independente do negócio que ele for fazer, uma margem de risco é uma margem de perda. Ou, de 100% do capital ou de uma parte do capital, mas sempre exige uma parte de perda. Quanto maior o risco, maior o retorno, mas corre o risco de perder 100%. A gente também trabalha isso no grupo, alguns membros queriam que se retornasse um percentual do valor investido, no caso desse insucesso. Mas, a gente conseguiu conscientizar o povo de que, em caso de perda e insucesso dessa startup se perde o valor e não volta nada.

Já o entrevistado 10 salientou que nas suas operações eles poderiam tentar ceder aquele contrato para alguém que estivesse interessado em continuar o projeto com a *startup* ou, então, simplesmente perder o valor investido.

Os entrevistados 1, 6, 7, 9 10 e 12 afirmaram que a possibilidade de responder por eventuais débitos da *startups* influenciaram de forma preponderante na opção de utilizar o mútuo conversível ou a sociedade em conta de participação (no caso do entrevistado 1). A diferença apontada pelo entrevistado 3 é no sentido de que mesmo que houvessem quaisquer passivos da *startup* que fosse redirecionados aos investidores, por ser a *startup* uma organização tão incipiente que eventuais débitos não seriam tão relevantes para ser o ponto principal de preocupação, mas salientou que é um fato importante a ser considerado.

Os investidores ainda divergiram quanto ao grau de envolvimento com o negócio após a operação, havendo de certa forma uma divisão daqueles que entenderam como alta a participação (entrevistado 1, 6 e 7) e baixa (entrevistado 3, 10 e 12).

Perguntados sobre sua percepção sobre a possibilidade de verificarem uma certa padronização dos contratos em operações de investimento-anjo, os investidores se posicionaram afirmando que acreditam existir um certo padrão na realização destas operações. Apesar de dois entrevistados afirmarem não conhecerem muitos outros contratos (entrevistado 3 e 6), deixaram claro que em conversas com outros investidores é possível identificar a mesma lógica na construção da operação. Inclusive os entrevistados 3 e 9 acreditam que a padronização ainda maior da forma de estruturar essas operações seria salutar ao mercado:

E3: Creio que sim, não conheço muitos contratos, porém, os que eu conheço, tem uma visão muito próxima. Até particularmente, acredito que os contratos poderiam ser mais padronizados se fosse mais padronizado, facilitaria ainda mais, porque hoje acaba tendo algumas discussões com os empreendedores que se fosse padrão mesmo seria ainda mais fácil de explicar. Mas, no geral me parece que as cláusulas não são muito distintas de um investidor para outro e de uma aceleradora para outra, que é o que estamos mais próximos.

E9: Imagino que está convergindo para isso, que a tendência é essa, não tem porque ter muitas diferenças, não. Ainda mais nessa fase de maturidade nossa, no início, eu acho que sim, seria ótimo ter um incentivo. Sempre tem algumas coisas que podemos mudar para uma coisa mais comum, ter o linguajar para todo mundo, empreendedor, para o investidor, para todos.

Já os entrevistados 7, 10 e 12, afirmam que a lógica por trás do investimento é um padrão de mercado, apesar de algumas cláusulas mudarem a depender de cada operação. O entrevistado 10 afirma, inclusive que a forma mais efetiva em sua experiência foi exatamente o mútuo conversível, vejamos:

E7: Sim, perfeitamente, o que muda efetivamente é o apelo do negócio. Se o negócio tem um apelo de mercado, grande, vai necessitar mais investimento, mais envolvimento, ou não, do âmbito contratual é recursos versus contrapartida de responsabilidade do empreendedor, a montagem de um conselho para poder ter uma gestão profissional.

E10: Eu acho que sim. Na verdade, já faz parte do modelo de negócios estabelecidos, no que tange a parte legal desses contratos. Cada grupo de investidores, ou cada investidor anjo estabeleceu um padrão, uma forma padrão de se contratar com os seus investidos. E, necessariamente, essa forma padrão varia com as exigências da outra parte. Então, existem investimentos e investimentos. Existem investimentos que o investido ele tem uma pré-disposição maior por investimento esse cara geralmente costuma alterar muito as cláusulas dos contratos padrões. E, agora aqueles investidos que não tem uma demanda muito grande por investimentos, geralmente, estão atrás de qualquer coisa para sobreviver. Então, o que faz mudar a peça é a capacidade de ter a chave na mão. Têm investimentos que o investidor dá as cartas, tem investimentos cuja startup é tão disputada que quem acaba dando as cartas é o empreendedor. Então, é dessa forma que muda o perfil dos contratos. Mas, basicamente, a lógica geral, é no ponto de vista, nesse tipo de investimento anjo é ter um padrão de contrato. E esse padrão eu acredito que o mútuo conversível, na minha vida empreendedora, nesse segmento de mercado é o que se mostrou mais efetivo até agora. Eu tive a oportunidade de trocar e não troquei. Então, eu venho usando esse modelo

E12: Uniformidade acho que não. Mas, as coisas estão amadurecendo um pouco mais. A forma de contrato, já está muito semelhante dos grupos de investimento. Através das próprias aceleradoras já trabalham de uma maneira mais uniformizada. Então, esse mercado está passando por um amadurecimento, os investidores também estão aprendendo a lidar com startup. Então, eu te digo que ter uma uniformidade em tudo, ainda não, mas já dá para se ter uma análise da modalidade de contrato já se tem uma similitude com vários negócios já feitos, muda muito, quando é um investimento onde uma organização grande tem um cor muito parecido e tem a intenção de trazer esse produto ou inovação para dentro da casa, daí muda bastante. Mas, quando grupos de investimento eu tenho notado que as coisas estão meio padrão, meio parecida. O que tem mudado quando é grupo de investimento é mais a parte de negociação, de cotas, mas, o resto é muito similar.

O entrevistado 1 também acredita numa padronização das operações, mas entende que isso se dá em razão do mercado brasileiro ainda perceber o advogado como um custo desnecessário, acabando por recorrer a padrões oferecidos por instituições como a Anjos do Brasil.

Por fim, questionados sobre acharem que a Lei Complementar 155/16 e o Contrato de Participação serão adotados pela prática, os entrevistados 3,6, 9 e 12 entendem que a lei pode vir a ser adotada, sendo uma questão de tempo e de quem o fará primeiro:

E9: Cara é um ato de fé, acreditar eu acredito. Tenho a intenção de me aprofundar mais. Porque me parece que o pior que esteja aquela redação, é um barco, um veículo que fica mais fácil da gente partir dele e ir melhorando o principal instrumento hoje, que é o mútuo conversível. O mútuo conversível é um papelzão que não tem muito de se pensar em evoluir. Então, sim. Eu acredito do que eu conversei hoje me parece que o contrato, do investidor anjo está no mesmo patamar do contrato de anjo, não tem vantagem e nem desvantagens maiores. Na minha avaliação de leigo, ouvindo alguns advogados falar. Mas, na grande vantagem eu acredito que seja um veículo já nominado para ser usado para fins de conseguir trabalhar melhorar ele, acho que será bem mais fácil. E a intenção que a gente use também, se não, não dá.

E12: Tem diversas visões disso aí. É bem complicado te afirmar, é bem no achometro mesmo, eu acho que pode vir a acontecer. Mas, há um problema que lançaram como a questão do imposto de renda, tem algumas complicações que estão tendo que faz com que o investidor que não é muito maduro no mercado, já não tem um nível de amadurecimento sinta alguns receios, alguns medos. Mas, eu acredito que conforme vai amadurecendo o mercado há uma tendência, no meu ponto de vista, de ser aderido sim.

O entrevistado 10 não se posicionou sobre o assunto, mas acredita que a adoção do instituto também dependerá de sua apuração na prática. Por outro lado, o entrevistado 1 entende que o instituto não será adotado como a prática de mercado, haja vista que o Contrato de Participação apresenta diversos problemas de ordem técnico-jurídica e uma tributação elevada.

5.3 Empreendedores

Dentre os empreendedores, o principal motivo que os levou a participar de uma operação de investimento-anjo foi a busca pelo crescimento, quer seja pela melhoria do produto ou serviço oferecido, quer seja pelo aumento da equipe na empresa. O entrevistado 5 ainda menciona a questão envolvendo a mentoria com o investidor como uma fator importante para sua decisão.

No que se refere ao instrumento utilizado para a realização destas operações, todos os entrevistados que participaram de operações na condição de investidor

(entrevistados 2, 4,5, 6, 8 e 11), todos afirmaram ter utilizado o mútuo conversível como instrumento jurídico.

Sobre os motivos que os levaram a utilizar essa modalidade, o entrevistado 2 ressaltou que à época da primeira operação que participaram havia a opção do mútuo ou do ingresso imediato do investidor no quadro societário da *startup*. Deste modo a opção pelo mútuo foi no sentido de dar maior segurança ao investidor num investimento de risco e uma maior facilidade se o mesmo precisasse sair da operação. O formato deu certo e foi replicado na segunda operação que o entrevistado participou.

O entrevistado 4 relatou que em nenhuma das operações que participou foi uma escolha do empreendedor e que o instrumento utilizado foi indicado pelo investidor, que ao seu sentir não quer estar vinculado a um negócio extremamente arriscado que pode ocasionar alguma espécie de débito ao seu patrimônio pessoal.

O entrevistado 8 relatou que utilizaram o mútuo por ser o mais comumente utilizado no mercado, o que perceberam ao conversarem com outras pessoas que tinham participado destas operações.

O entrevistado 5, por sua vez, ressaltou que os motivos que o levaram a utilizar este instrumento se deram pelo suporte ao crescimento e a mentoria de uma grande empresa envolvida no processo.

Em sua resposta, o entrevistado 6 justificou a adoção do mútuo conversível, pois sua utilização permite que o investimento tenha um tempo de maturação e que as partes envolvidas se conheçam e se relacionem, sem que haja uma vinculação direta com o negócio (no sentido de participação societária) enquanto se aprende sobre o negócio em si.

Por derradeiro, o entrevistado 11 justificou a utilização do instrumento por possibilitar que a empresa continue optante pelo regime tributário do Simples Nacional, o que pode ter um impacto importante nos negócios da *startup*, além de outras justificativas apontadas pelos demais entrevistados.

Sobre a percepção de riscos jurídicos nas operações sob o viés do investidor, os entrevistados 2, 4, 5 e 6 salientam que a perda dos valores investidos e o insucesso do negócio são os principais riscos associados à operação. No sentir do entrevistado 8, o principal risco está relacionado a escolha do empreendedor e do mercado que se está apostando, no sentido do empreendedor não entregar aquilo que o investidor achava possível ou o mercado não ser tão interessante quanto

parecia. Já no ponto de vista do entrevistado 11, o principal risco está relacionada a insegurança jurídica do país, pois não há uma correlação entre o percentual de participação em um negócio e a possibilidade de responder por eventuais dívidas da empresa.

A percepção de risco sob o viés da empresa que recebe os recursos por parte dos entrevistados foi bem variada. Os entrevistados 2 e 8, expuseram que o principal risco está na escolha do investidor e este não ser o parceiro correto para o negócio que estão desenvolvendo. Isto é, o quanto aquele investidor poderá acrescentar ao negócio além dos valores efetivamente investidos. Adicionalmente, o entrevistado 8 salientou como risco a questão do estabelecimento de metas para o desembolso que sejam demasiadamente altas:

E2: Bom eu vejo que, para a empresa é um pouco mais tranquilo porque os empreendedores que estão ali já tem uma ideia na cabeça do que pode ser feito, pelo menos no nosso caso foi assim. E acho que o principal problema pode ser algum investidor não ser o parceiro correto, eu acho que o investidor deve estar muito alinhado com os empreendedores no sentido de, um viés que já vem da empresa dele, alguma coisa assim. Às vezes, gente com empresas mais tradicionais é o que muita gente reclama no mercado.

E8: Como investida, eu acho que é o quanto o anjo, é o quanto ele vai se envolver no meu negócio, quanto de fato ele vai exigir do meu tempo para prestar contas, isso é uma das preocupações. Outra é se ele é um *Smart Money*, como ele irá me ajudar, se ele vai fazer isso como se comprometeu. Então, de fato faça. Ele não cumprir com os aportes, caso esses aportes sejam baseados em metas. Ou colocar umas metas muito altas, sempre tem essa preocupação. Basicamente são essas.

Os entrevistados 4 e 6 ressaltaram que o principal risco em sua percepção é o da devolução dos valores investidos durante o processo por algum problema na formatação do contrato ou pelo fato do instrumento conter questões que dependam de uma interpretação muito subjetiva, principalmente no que diz respeito às expectativas do investidor com o retorno.

O entrevistado 5 entendeu que o principal risco se dá no sentido de não conseguir crescer ou escalar o negócio como se pretendia no momento do aporte. Esse ponto também foi salientado pelo entrevistado 11, que adicionalmente mencionou o nível de interação com o negócio que o investidor passará a ter, bem como o fato de que os empreendedores podem acabar tendo sua participação diluída exageradamente:

E5: Sobre o viés da empresa é mesmo risco de não conseguir crescer e escalar da forma que é esperada contratualmente, e ser interpretado com algum descumprimento de algo que poderia ter sido feito e, que arque com a devolução dos valores e com alguma multa ou algo do tipo.

E11: A empresa que recebe o investimento o risco, ela acaba saindo um pouco mais da área de risco que ela teria, porque ela está colocando recursos para começar a escalar. Eu acho que os riscos relacionados à captação de recursos são mais na questão do desenvolvimento do negócio, de onde tu capta o recurso, qual será o nível de interação da fonte desse recurso com a empresa, se ele vai onerar a empresa, ou ajudar a empresa. Eu acho que seriam mais questões de risco no desenvolvimento do negócio, questão de *equity* acionário. Porque um risco que eu vejo, é que primeiro os aportes assim, bem iniciais a empresa já perca um volume muito grande no negócio, e daí, quando se estruturar, e daí, em um segundo, terceiro, quarto momento isso vai criando uma dissolução muito grande e o empresário vai perder percentual do negócio.

Na análise dos riscos sob o viés dos fundadores, os entrevistados 2, 6, 8 e 11, responderam que num primeiro momento, os riscos da *startup* e de seus fundadores se confundem, pois a empresa ainda está altamente centrada na figura dos empreendedores.

O entrevistado 5 salientou apenas o risco de envolvimento de seu patrimônio pessoal em caso de cobrança dos investidores pelo valor investido a título de mútuo. Já o entrevistado 4 salientou, adicionalmente, que a dedicação de alguns anos pode ser perdida por um fracasso em questão de meses e o fato de negociar uma cláusula de *lock up* que torna obrigatória a dedicação exclusiva ao negócio, isso pode atrapalhar uma alteração do modelo de negócios ou a migração para outro ramo de atividades.

Sobre as principais cláusulas do contrato, os entrevistados salientaram a existência de poder de veto em determinadas decisões (entrevistados 2, 5, 6 e 11), envio de informações financeiras ao investidor (entrevistado 5), cláusulas de *tag along/drag along* (entrevistado 4, 6, 8 e 11), *lock up* (entrevistado 4), conforme alguns trechos a seguir apresentados:

E2: Bom os nossos contratos sempre tentaram ser bem diretos, então, como desde o começo nós tínhamos bastante confiança dos investidores, acabou sendo um contrato um pouco mais padrão. Talvez dá para destacar uma cláusula que a gente teria no nosso segundo contrato em que a gente era obrigado a entregar uma versão estável do software em seis meses, se não o investimento seria cancelado. Eu acho que essa é uma cláusula bem importante, pois, é o investidor tentando se garantir em termos da capacidade da equipe em desenvolver o software do jeito que eles queriam. Também tem que destacar o que ocorreu na segunda rodada que o software teria algumas alterações para que pudesse se adaptar ao público alvo desse investidor, já que ele não estava só investindo, mas sim, distribuindo o software. O resto das cláusulas, são padrões, onde o investidor acaba perdendo o dinheiro se caso der tudo errado, mas ele fica inibido de algum tipo de dívida que possa ficar. E até, não lembro exatamente se nos dois contratos, mas no segundo com certeza, que a empresa poderia estar fazendo, digo no sentido de cláusula de veto.

E4: A principal delas foram as discussões em relação do pagamento do mútuo, de alguma forma, por estarmos falando de negócios de alto risco, está claro que o pagamento dele se dá de forma conversível em ações, e não, com o pagamento do mútuo em dinheiro. E depois, são questões de direito, conselhos, *drag along*, *tag along*, principalmente, *drag along*, acho que é uma cláusula bem sensível. As questões de *lockup*, propriedade intelectual. De novo, no meu primeiro contrato eu não tinha cláusulas tão pesadas como no segundo momento está tendo, mas foram situações diferentes que varia de investidor para investidor, não é uma regra geral, que são muito parecidas.

E8: Já faz um tempo que eu fiz, não lembro exatamente. Mas, *tag along*, *drag along*.

E11: De proteção pro investidor eram as questões do mútuo conversível, como eu falei ali, para não precisar desde o início ele estar dentro do contrato social, aparecendo ali o nome dele. Porque, na verdade, essa sociedade em cota de participação, se torna isso depois, se faz um mútuo conversível, porque ele é uma espécie de uma mini S.A, é uma coisa similar, que consiga proteger bens, patrimônio, enfim, que consiga ter uma segurança para o investidor, porque não tem a menor condição de uma startup arrancar se tornando uma S.A, porque aí sim, daria as devidas proteção para o investidor. Eu acredito que seria o principal formato de proteção para ele, seria esse. Tinha cláusulas de poder de veto, *drag along*, *tag along*. Tinha cláusula que, vamos supor, de aporte de investimento, de compra da empresa, acima de tal valor, ele poderia vender, não precisaria nem nos questionar. Também, tem questões de privilégio na conta da rodada da empresa, de outras participações. Tem questões de desconto, de ser no caso, ser a primeira opção sempre de compras ou correlação com a empresa ser sempre dele, tinham essas cláusulas e inúmeras outras.

O entrevistado 2 ainda ressaltou a questão de que o aporte, em uma das operações que participou, estava condicionado ao desenvolvimento e entrega de uma versão mais completa do software que estavam desenvolvendo, já que além do dinheiro, o investidor atuaria distribuindo esse produto. As demais cláusulas citadas por este entrevistado são no sentido de que a *startup* não seria obrigada a devolver os valores em caso de insucesso, bem como isentaria o investidor de responder por quaisquer débitos da empresa.

Os entrevistados 4 e 5 também ressaltaram a questão sobre a devolução ou não dos valores em caso do investidor optar por não converter em ações o mútuo realizado, bem como a questão de assento no conselho, caso criado, e multas por descumprimentos contratuais. O assento no conselho também foi destacado pelo entrevistado 6.

Além das cláusulas já mencionadas, o entrevistado 11 destacou o fato do investidor possuir preferência e descontos em novas rodadas de investimento.

Questionados sobre a previsão do contrato em caso de insucesso do empreendimento, os entrevistados 2, 4, 8 e 11 afirmaram que em caso de insucesso não haveria devolução do investimento, ficando a cargo do investidor converter ou não o valor. Já entrevistado 4 ainda ressaltou que a devolução dos valores só estava prevista em caso de má utilização dos valores investidos:

E2: Não, em nenhum dos casos tinha que devolver o valor, só não podia trazer dívida para os investidores a não ser aquele dinheiro que ele colocou. No segundo contrato tinham dois *check points*, como o investimento fora feito parcelado, o investidor poderia cancelar as parcelas futuras caso não visse a evolução do trabalho. Então, foi feito uma análise do trabalho três meses após o início e seis meses após se ele quisesse cortar as próximas parcelas ele poderia, mas também não tinha que devolver nenhum dinheiro já colocado na empresa.

E4: Essa questão que eu falei agora a pouco, a principal questão dos nossos empreendedores é que o mútuo nunca seja pago em dinheiro a não ser pelo mau uso dele. O mau uso é utilizar como qualquer fim estranho que não seja objeto da sociedade, fora isso, o insucesso significa *wright off* do negócio, enfim, daí os investidores ficam com os ativos todos os ativos da empresa, do código fonte, tecnologia, parte de bens de consumo, base de usuários, contratos que estejam em vigor, é todos os ativos da empresa passam para os investidores.

Por sua vez entrevistado 5, embora reconheça que os investidores poderiam optar por não realizar a cobrança, respondeu no mesmo sentido do entrevistado 6, afirmando que o contrato previa a devolução dos valores investidos em caso de insucesso do negócio.

No que diz respeito à possibilidade do investidor responder por dívidas da empresa e como isso influenciou na escolha do mútuo conversível como instrumento para a operação, com exceção do entrevistado 8, todos os demais entenderam que a escolha do mútuo conversível foi influenciada para dar uma proteção patrimonial ao investidor. Nos dizeres do entrevistado 2, essa preocupação foi um ponto chave das operações que participaram. O entrevistado 5 também adotou essa linha e

inclusive mencionou que se o investidor pudesse ingressar diretamente como sócio e sem que isso ocasionasse qualquer possibilidade de responder por alguma dívida da *startup*, assim seria feito:

E5: Eu acho que tem seu valor de, é um dos principais motivos, pois, se ele pudesse entrar como sócio, desde o início se isso não influenciasse em nada na participação dele, não tivesse risco nenhum e isso envolve responder por uma dívida que a startup venha a assumir, assim como passivo de operação, algum risco iminente no negócio e isso possa envolver o investidor, é por isso que eles não entram na sociedade desde o início e eles optam por ficar de fora e ver o que ocorre com a startup e ver se ela se estrutura juridicamente e se ela consegue dar resultado e daí, eles entram quando ela estiver mais estruturada, acho que influencia 60 a 70% desse modelo.

O entrevistado 4 salientou que o fato de o investidor não querer ser responsável por passivos da *startup* influenciou o formato adotado. Nesse mesmo sentido, o entrevistado 6 acrescentou que essa é uma regra fundamental do jogo: “Eu acho que como isso é uma regra fundamental do jogo, que eu acho que isso faz com que você já estruture o investimento pensando que ele gere de fato um valor, um retorno.”

Quanto ao grau de envolvimento do investidor no negócio, os entrevistados 2, 5, 6 e 8 relataram que foi alto o envolvimento do investidor-anjo. Por sua vez, os entrevistados 4 e 11 relataram dois momentos distintos. No caso do entrevistado 4, ele relata que na primeira operação o envolvimento foi bem baixo, totalmente ao contrário da segunda rodada de investimento. O entrevistado 11 salientou que o envolvimento foi crescendo de forma gradual acompanhando o crescimento da empresa.

Ao responderem se enxergam um determinado padrão nas operações de investimento-anjo no mercado, todos os entrevistados responderam de forma afirmativa, com poucas diferenças nas respostas.

O entrevistado 2 acrescentou que a lógica das operações são bem parecidas e tem acompanhando um movimento no estado do Paraná de operações em que o investidor ao invés de aportar valores diretamente no negócio, ele vai pagando as despesas da *startup* até converter esse saldo em participação. Os entrevistados 4 e 5 alertaram que, apesar da diferença de estilo de contrato em sua escrita, os contratos, em geral, têm efeitos muito similares com acréscimos o decréscimos de algumas cláusulas, a depender das partes envolvidas:

E4: É que na verdade no caso do investimento anjo, ele é muito parte de quem está liderando, por exemplo, eu cheguei a discutir com duas pessoas diferentes que nunca tinham feito o investimento em conjunto aonde eram dois contratos diferentes, mas parecidos, o efeito era muito parecido, mas na forma como estava sendo escrita era muito diferente, um era muito claro e objetivo e o outro era de uma forma muito mais prolixa. Mas, não existe um contrato padrão, o que existe é que são as formas de se escrever.

E5: Eu acho que sim, eu não conheço os detalhes de outros contratos, mas eles tem algum padrão na estrutura geral, mas as cláusulas específicas variam de negócio para negócio tanto na relação de quem está sendo investido com o investidor, principalmente em cláusulas referente a própria competição de um com o outro, desenvolvimento de novos produtos possam ser desenvolvidos a parceria e quem vai ficar com a propriedade disso, esse tipo de coisa.

O entrevistado 6 salientou que, apesar de não conhecer outras operações em detalhes, mas em geral tem ouvido que os padrões definidos e os materiais divulgados pela Anjos do Brasil têm sido bem aceitos por muitos advogados. Na mesma linha, o entrevistado 8 entendeu que o mútuo conversível é o modelo que se utiliza ainda hoje e que nas negociações não se discute muito a estrutura do investimento, mas alguma cláusulas para, conforme suas palavras: “ver se tira alguma coisa, tira outra coisa”.

O entrevistado 11, ainda, destacou que:

E11: [...] o instrumento padrão que é utilizado, acredito que seja o mútuo conversível porque no momento que a gente não tem as estruturas que como se tem nos EUA, que é um lugar que a gente mais comenta e usa como espelho para as operações aqui, como a gente não tem uma estrutura legal que eles possuem lá, acabamos utilizando na grande maioria das vezes o mútuo conversível sim.

Por fim, ao serem perguntados sobre a possibilidade do contrato de participação criado pela Lei Complementar 155/2016 se tornar o instrumento mais adotado pela prática para estas operações, os entrevistados se mostraram mais reticentes e com dúvidas.

Os entrevistados 2 e 8 relatam não terem estudado muito o assunto, mas desconhecem empresas que adotaram essa nova forma para estruturar os aportes de investimento que receberam. O entrevistado 2, inclusive, relata que no seu entender o mútuo conversível faz mais sentido para *startups* mais novas.

Em suas respostas, os entrevistados 4 e 5 entenderam que a lei pode acabar sendo utilizada em parte, a depender dos envolvidos. Nas palavras do entrevistado

5, investidores “independentes” podem acabar utilizando o contrato de participação, por terem uma maior flexibilidade em fazer um contrato menos rígido.

O entrevistado 6, apesar de relatar desconhecer muitas outras operações, acredita que pelo que sua rede de contatos tem comentado, essa nova figura irá dar mais segurança e impulsionar o investimento-anjo no Brasil.

Finalmente, o entrevistado 11 afirma não conhecer as novidades trazidas pela lei, mas afirma que se ela efetivamente traz benefícios às partes da operação, ela vai acabar sendo adotada.

6 DISCUSSÃO: SOCIEDADE EM COMUM OU CONTRATO ATÍPICO?

6.1 Resultados gerais

Os resultados evidenciados na seção anterior serviram para reforçar alguns pontos apresentados ao longo do presente trabalho.

Em relação à utilização dos títulos de dívida conversível ou mútuos conversíveis para a instrumentalização de investimentos-anjo em *startups*, ficou claramente demonstrado sua ampla adoção pelo ecossistema empreendedor. Dos doze entrevistados, apenas o entrevistado 1 não utiliza este modelo, embora em muitas de suas respostas analisa as questões colocadas pelo viés do mútuo, corroborando sua ampla adoção.

Os resultados também foram convergentes ao que o referencial bibliográfico tinha antecipado sobre as motivações que levam os investidores a realizar operações tão arriscadas. Conforme é possível verificar dos dados apresentados, todos os investidores, ainda que salientem outras motivações de caráter pessoal e ideológico, ao realizarem as operações de investimento-anjo possuem o retorno financeiro como uma de suas justificativas. Cotejada com a resposta dada pelos investidores a respeito dos principais riscos que possuem ao adentrar nestas operações, cuja resposta predominante foi a de perder os valores investidos, resta claro que o retorno financeiro esperado das operações deve ser alto. Deste modo, pelo alto risco envolvido, os investidores obviamente esperam altos retornos¹⁸⁵, indo ao encontro com a *Capital Market Line* apresentada no capítulo 2 deste trabalho.

Foi possível verificar, igualmente, que tanto os investidores como os empreendedores tendem a enxergar os sócios-fundadores do negócio e a própria *startup* como uma unidade no que diz respeito aos riscos assumidos em uma operação.

Nesse sentido também ficou claro que a escolha pela estrutura dos títulos de dívida conversível tanto por investidores como por empreendedores para a realização das operações, buscou mitigar os riscos envolvidos. Isso porque com exceção dos entrevistados 8 e 3, todos os demais entenderam que a escolha pelo mútuo conversível se deu em grande medida para que se evitasse uma eventual

¹⁸⁵ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 14.

responsabilização do investidor por algum passivo da empresa. Salienta-se, no entanto, que o entrevistado 3 apesar de não entender essa questão como fator decisivo na escolha do instrumento jurídico de investimento, afirmou ser um fator importante a ser levado em conta.

De certo modo, esses resultados demonstram que apesar de fortemente influenciados pela prática norte-americana na utilização de *convertible notes*, as razões alegadas em cada ecossistema para a utilização do instrumento divergem. Enquanto a prática norte-americana normalmente justifica a utilização destes instrumentos pela dificuldade de realização de uma avaliação financeira a um projeto ainda incipiente, bem como pelos custos envolvidos para formalizar uma operação de investimento direto¹⁸⁶, os resultados demonstram que no Brasil o principal motivo para a utilização dos títulos de dívida conversíveis estão relacionados ao risco dos investidores ingressarem no quadro societário da *startup* e, eventualmente, serem responsabilizados por algum passivo da empresa quando da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica.

Entretanto, os resultados demonstraram que a os investidores dificilmente apresentam o comportamento de tentar reaver os valores investidos a título de empréstimo. Nesse sentido, quando questionados sobre a solução adotada pelo contrato em caso de insucesso da *startup*, vale a transcrição das respostas abaixo:

E3: A princípio ele prevê a devolução apenas por uma questão formal, porque o nosso entendimento é que se o negócio não dá certo, não temos que cobrar nada do empreendedor, é risco, então, é um investimento de risco, se o negócio não deu certo, não tem débito nenhum, mas como trabalhamos com o mútuo colocamos uma cláusula de retorno basicamente para manter o contrato mais robusto em termos do que é combinado.

E7: Não, em nenhum dos casos, devolução do valor investido. Simplesmente, dissolução da sociedade, a saída dos sócios. Até porque foi bem no início desse processo como um todo, então, não tinha um prazo definido para que as coisas acontecessem. (...)

E9: Não, solução é a gente perdoa a dívida e isso é um problema, pois pode vir a ter problema fiscal ainda para o empreendedor. Mas, não existe a opção de pagar para nós a dívida não, ou a gente pede para converter ou a dívida é perdoada.

¹⁸⁶ Cf HIGSON; BRIGINSHAW, 2000, op. cit., p. 12; COOTER; SCHÄFER, 2017, op. cit., p. 47-49, 50-51.

Essas respostas acabam, de certo modo, espelhando a prática norte-americana, haja vista que apesar de também possuírem uma cláusula de pagamento no vencimento, é bem improvável que os investidores tentem realizar a cobrança quando a *startup* não consegue atingir aos objetivos. Nas palavras de David Rose: “[...] *you can't get back what doesn't exist.*”¹⁸⁷.

Os resultados demonstraram que o grau de envolvimento do investidor com a *startup* investida tende a variar de acordo com o perfil de cada um. Entretanto, é possível verificar que, independente do envolvimento ser considerado alto ou baixo, as funções normalmente desempenhadas pelo investidor acabam se dando mais no campo consultivo e de definição estratégica do negócio do que executivo. Essa conclusão é bem ilustrada pelas respostas dos entrevistados 4 (empreendedor) e 7 (investidor):

E4: Num primeiro momento ele foi médio para quase nada e agora tem um movimento muito alto, os novos investidores da rodada tem um envolvimento alto como mentor e não como executor.

E7: Eu tive bastante envolvimento, era manter o cronograma de trabalho. Com isso, eu passei a acompanhar, passei a trabalhar a abertura de oportunidade de negócios, a fazer uma mentoria constante com o empreendedor, a fazer um acompanhamento semanal, toda a semana reunião.

Quanto à possibilidade de adoção da figura do Contrato de Participação trazido pela Lei Complementar 155/2016 como modelo para a realização de investimentos-anjo, os resultados apresentam que muitos dos entrevistados ainda não conhecem a fundo a figura, condicionando sua aceitação e adoção pelo mercado à efetiva percepção de vantagens por parte do ecossistema. Também foi possível perceber uma certa resistência na adoção do instituto, principalmente, por ser uma certa novidade e não ter sido testado no mercado. O relato dos entrevistados deixa isso bem claro:

¹⁸⁷ ASSAF NETO, 2014, op. cit., p. 119.

E9: Cara é um ato de fé, acreditar eu acredito. Tenho a intenção de me aprofundar mais. Porque me parece que o pior que esteja aquela redação, é um barco, um veículo que fica mais fácil da gente partir dele e ir melhorando o principal instrumento hoje, que é o mútuo conversível. O mútuo conversível é um papelzão que não tem muito de se pensar em evoluir. Então, sim. Eu acredito do que eu conversei hoje me parece que o contrato, do investidor anjo está no mesmo patamar do contrato de anjo, não tem vantagem e nem desvantagens maiores. Na minha avaliação de leigo, ouvindo alguns advogados falar. Mas, na grande vantagem eu acredito que seja um veículo já nominado para ser usado para fins de conseguir trabalhar melhorar ele, acho que será bem mais fácil. E a intenção que a gente use também, se não, não dá.

E12: Tem diversas visões disso aí. É bem complicado te afirmar, é bem no achometro mesmo, eu acho que pode vir a acontecer. Mas, há um problema que lançaram como a questão do imposto de renda, tem algumas complicações que estão tendo que faz com que o investidor que não é muito maduro no mercado, já não tem um nível de amadurecimento sinta alguns receios, alguns medos. Mas, eu acredito que conforme vai amadurecendo o mercado há uma tendência, no meu ponto de vista, de ser aderido sim.

Também no que diz respeito às principais cláusulas utilizadas nos instrumentos, a quase totalidade dos entrevistados mencionou a existência de cláusulas de *tag along*, *drag along*, poder de veto em determinadas matérias, direito de preferência, entre outras. Aliadas as respostas dadas pelos entrevistados quando questionados sobre existir ou não um padrão para este tipo de operação no mercado, essas assertivas são de extrema relevância para que se solucione a problemática central desta dissertação. Isto é: os títulos de dívida conversíveis podem ser considerados como uma sociedade de fato ou a prática e os costumes reiterados destas operações com um certo padrão podem ter desenvolvido um novo instituto?

6.2 Sociedade de fato ou título de dívida conversível?

A questão principal deste trabalho é buscar responder se os títulos de dívida comumente utilizados no ecossistema empreendedor brasileiro para a realização de investimento-anjo confere à ambas as partes as proteções que dele se almeja. Isso tem relevância pois os resultados demonstraram, conforme exposto acima, que a principal razão para que investidores-anjo adotem essa figura no Brasil tem relação direta com uma expectativa de proteção patrimonial, que, em tese, não existiria nas demais figuras postas à disposição.

Primeiramente, é preciso ressaltar que os resultados das entrevistas confirmam a tese de que os títulos de dívida conversíveis ou mútuos conversíveis não se confundem com a figura típica do contrato de mútuo, regulada pelo art. 586 e seguintes do Código Civil. Uma das razões para este argumento é a intenção das partes, desde o princípio em realizar o pagamento do “empréstimo” não com dinheiro, mas com a conversão da dívida em participação societária. Como é possível perceber, a corrente majoritária da doutrina civilista entende a fungibilidade do objeto como requisito essencial do instituto do mútuo, de modo que sua ausência, acaba por descaracterizá-lo¹⁸⁸.

Além disso, os resultados também demonstram que as partes costumam negociar diversas cláusulas que fogem da tipicidade clássica do instituto do mútuo. Exemplo disso são os trechos abaixo colacionados:

E1: [...] Nós temos, certamente o *tag along*, como uma proteção, ainda para o lado do investidor, as vezes, colocamos, aquela previsão de *lockup*, onde proibimos a saída do principal ou dos principais fundadores da empresa, ainda, nunca fiz *cliff* ou *vesting* para o investidor, o investidor não tem que se envolver com o *vesting*, multas, caso o empreendedor saia da empresa ainda que não permitido, fazendo concorrência ou algo desleal. (...) Direito de informação acho importante também para que a gente nunca seja tolhido do acesso aos livros contábeis, ao tudo que foi trabalhado e vendido na empresa. (...) Outra cláusula antes seria o *shoot gun* ou o *dead lock*, cláusulas de quando você tem um problema empresarial e você não está conseguindo solucionar e você precisa achar um gatilho jurídico ou contratual para tirar a empresa daquele conflito. O que funciona bem, apesar de ser um risco, depende muito da parte estratégica, mas é o *shoot gun*, que é quando você tem uma situação de conflito, as vezes, independente do conflito, se a parte A oferecer a compra, o percentual da parte B, com valor específico, a parte B tem que vender obrigatoriamente a cota por aquele valor ou ele vai comprar as cotas do A pelo mesmo valor oferecido.

E10: Acho que é o *drag*, a capacidade de novas rodadas sem ser diluído, ou ter um teto de diluição, são pontos bastante importantes dentro do contrato de investimento. Cláusulas de participação nas decisões, cláusulas ligadas, principalmente, a possibilidade de reduzir, escalonar o investimento para reduzir risco de acordo com metas estabelecidas. Cláusulas ligadas a compromissos estabelecidos por parte do investidor e do investido, que regula bem o contrato de investimento e aí, fazem com que ambos tenham capacidade de, enfim, cobrar, cobrar por aquilo que foi pré-orientado como valor para ambos. Tinham também poder de veto (tu vetar coisas que podem prejudicar a companhia, como por exemplo, estabelecer padrões como salários, valores de salários a serem contratos, ou seja, colocar limites na capacidade de gestão e ter uma rotina de acompanhamento na gestão financeira e administrativa acho que são casos importantes. Também, *lockup*.

¹⁸⁸ Cf; EIZIRIK, 2015, op. cit., p. 142; SANSEVERINO, 2005, op. cit., p. 301; COELHO; GARRIDO, 2016, op. cit., p. 124.

E11: [...] Tinha cláusulas de poder de veto, *drag along*, *tag along*. Tinha cláusula que, vamos supor, de aporte de investimento, de compra da empresa, acima de tal valor, ele poderia vender, não precisaria nem nos questionar. Também, tem questões de privilégio na conta da rodada da empresa, de outras participações. Tem questões de desconto, de ser no caso, ser a primeira opção sempre de compras ou correlação com a empresa ser sempre dele, tinham essas cláusulas e inúmeras outras.

Tais cláusulas, por óbvio, não são contempladas nos contratos típicos de mútuo, quer porque a intenção das partes em um empréstimo de coisa fungível normalmente se limita ao recebimento do bem e o consequente pagamento da obrigação posteriormente, quer porque tais disposições são muito mais comuns em instrumentos de natureza societária. Entretanto, isso não quer dizer, de antemão, que os títulos de dívida conversíveis constituem uma sociedade em comum, o que aliás, parece estar afastado pelos resultados obtidos.

Conforme se verifica das respostas apresentadas pelos entrevistados, o ecossistema brasileiro possui uma certa padronização dos títulos de dívida conversíveis utilizados nas operações de investimento-anjo. Todos os entrevistados acreditam existir uma padronização no modo de pensar a operação de investimento-anjo. Como pode ser percebido pelos trechos das entrevistas abaixo:

E10: Eu acho que sim. Na verdade, já faz parte do modelo de negócios estabelecidos, no que tange a parte legal desses contratos. (...) E esse padrão eu acredito que o mútuo conversível, na minha vida empreendedora, nesse segmento de mercado é o que se mostrou mais efetivo até agora. Eu tive a oportunidade de trocar e não troquei. Então, eu venho usando esse modelo.

E8: Eu acho que sim, sinceramente sim. Assim, o contrato é apresentado padrãozinho para todo mundo e, depois, se colar colou. No meu ver é assim, aí depois, se discute, e vê se tira alguma coisa, se tira outra. Mas, eu acredito que esse contrato seja o mútuo conversível, mas hoje, eu acho que é o mútuo conversível que se usa até hoje.

E4: É que na verdade no caso do investimento anjo, ele é muito parte de quem está liderando, por exemplo, eu cheguei a discutir com duas pessoas diferentes que nunca tinham feito o investimento em conjunto aonde eram dois contratos diferentes, mas parecidos, o efeito era muito parecido, mas na forma como estava sendo escrita era muito diferente, um era muito claro e objetivo e o outro era de uma forma muito mais prolixa. Mas, não existe um contrato padrão, o que existe é que são as formas de se escrever.

E3: Creio que sim, não conheço muitos contratos, porém, os que eu conheço, tem uma visão muito próxima. Até particularmente, acredito que os contratos poderiam ser mais padronizados se fosse mais padronizado, facilitaria ainda mais, porque hoje acaba tendo algumas discussões com os empreendedores que se fosse padrão mesmo seria ainda mais fácil de explicar. Mas, no geral me parece que as cláusulas não são muito distintas de um investidor para outro e de uma aceleradora para outra, que é o que estamos mais próximos.

Estas respostas, aliadas às respostas no que tange às principais cláusulas constantes nos contratos que os entrevistados participaram, bem como o contrato padrão fornecido pela Anjos do Brasil (Anexo A) dão a entender pela existência de uniformidade de atos e percepção, pelos agentes econômicos, de que estão diante de uma imposição jurídica. Destarte, os requisitos elencados pela doutrina para que os costumes criem regras e institutos jurídicos, quais sejam a uniformidade da prática e a *opinio necessitatis*¹⁸⁹ encontram-se aparentemente demonstradas pelos resultados.

Assim, não parece equivocado afirmar que os títulos de dívida conversíveis, tais como utilizados no Brasil, parecem ter se constituído em verdadeiros contratos atípicos afirmados pelos costumes enquanto fonte do direito comercial. Entretanto, deve ser levado em conta, ainda, o alerta feito por Castanheira Neves. Segundo o jurista português, a validade normativa de costumes de uma realidade social somente pode ser afirmada através de um processo constitutivo de intenção de validade, justamente o que permite a sua modificação, revogação ou alteração. É papel do direito a análise crítica destes comportamentos sociais de modo a não assumir uma postura acrítica e passiva diante destas situações, não apenas para trazê-las ao nível reflexivo, mas para orientar criticamente a vida jurídica e validar tais comportamentos que se concretizam no cotidiano¹⁹⁰.

Justamente nesse sentido, que além dos resultados da pesquisa apresentados, outros argumentos podem ser utilizados para afirmar os títulos de dívida conversível como contratos atípicos, que não se confundem como mútuo tipificado no código civil ou com a sociedade em comum.

¹⁸⁹ Cf KELSEN, 1998, op. cit.; REALE, 1994, op. cit.; LUDWIG, 2005, op. cit.

¹⁹⁰ CASTANHEIRA NEVES, A. As fontes do direito e o problema da positividade jurídica. **Boletim da Faculdade de Direito**, Coimbra, p. 115-204, 1975. p. 183-185.

6.3 Outros argumentos que sustentam a atipicidade dos Títulos de Dívida Conversíveis

O primeiro argumento a ser suscitado é o da existência de outros instrumentos, típicos ou atípicos, que misturam elementos de dívida e de capital sem que seja constituída uma verdadeira sociedade entre as partes. O primeiro destes institutos é a debênture.

As debêntures são instrumentos de dívida, emitidos pela companhia e que confere aos seus titulares o direito de crédito contra a emissora, nas condições deliberadas pela assembleia geral e constantes na escritura de emissão. A deliberação da assembleia que aprovar a emissão destes títulos deverá determinar: i) o valor total da emissão; ii) o número e o valor nominal das debentures; iii) a divisão ou não em séries; iv) a época e condições de vencimento; v) conversibilidade ou não em ações, dentre outros requisitos impostos pela legislação¹⁹¹. Por óbvio que, dentre tais requisitos, o que mais interessa para fins de argumentação é a possibilidade de conversão da dívida em ações.

Interessante notar que a própria legislação confere aos debenturistas, durante o período em que os títulos podem ser convertidos em ações, a possibilidade de barrar determinadas deliberações dos acionistas, ainda que possuam a condição de meros credores da companhia. Nesse sentido, leciona Alexandre Couto Silva, que, enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: i) mudar o objeto da companhia; ii) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures¹⁹².

Nesse sentido, é importante a lição de Modesto Carvalhosa a respeito das debêntures conversíveis:

¹⁹¹ SILVA, 2016, op. cit., p. 466-467.

¹⁹² Ibid., p. 470.

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 especial (art. 71) o por delegação de competência ao agente fiduciário, a alterações institucionais do estatuto. Aí o caráter originário de título também de legitimação das 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 creditício¹⁹³.

Com efeito, continua Carvalhosa, dissertando que a classificação como título de legitimação das debêntures conversíveis, pois outorgam aos seus titulares o direito de tornarem-se acionistas. Isto é, no plano do direito subjetivo, a companhia fica sujeita à vontade de tornar-se acionista manifestada pelo titular da debênture, não reclamando qualquer prestação da companhia emissora¹⁹⁴

Couto Silva salienta, ainda, a existência das chamadas debêntures perpétuas, onde não existe uma definição muito clara se este seria um título de dívida ou de patrimônio, ficando no campo dos chamados instrumentos híbridos. O autor afirma que estes títulos podem ser utilizados para a captação de recursos sem a diluição da participação dos acionistas, não possuindo prazo de vencimento e obrigando a companhia ao pagamento da remuneração por prazo indeterminado. Por essa razão que muitas empresas têm tentado classificar tais títulos como instrumentos patrimoniais e não como passivos¹⁹⁵. Contudo, o autor noticia a dificuldade que esses *players* têm enfrentado junto a CVM, a qual não admite a hipótese destes instrumentos serem classificados como patrimônio. As razões da autarquia para isso seriam de que o recebimento dos cupons não estaria completamente sob controle da companhia e de que a subordinação do debenturista ainda o colocaria em uma posição superior ao do acionista¹⁹⁶. Tal posição da CVM é criticada pelo autor, que entende que o tratamento à esta espécie de debêntures deveria ser o mesmo dado às ações preferenciais com dividendos prioritários, bem como pelo entendimento das regras contábeis brasileiras e de outros órgãos internacionais, senão vejamos:

¹⁹³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. I, p. 658.

¹⁹⁴ Ibid., p. 658.

¹⁹⁵ SILVA, 2016, op. cit., p. 481.

¹⁹⁶ Ibid., p. 481.

Conforme salientado, a Lei das Sociedades por Ações permite a emissão de ações preferenciais com dividendos prioritários, mínimos ou fixos, cumulativos. Assim, debêntures perpétuas, em especial aquelas analisadas pela CVM, possuem métodos de remuneração essencialmente idênticos. Na verdade, poder-se-ia arumentar que a remuneração de preferencialistas, uma vez que depende de deliberação da assembleia geral, estaria mais distante do controle da administração da companhia do que o pagamento de coupons de debêntures perpétuas, que dependeria de atos dos diretores. Não existe razão para que o exemplo da ação preferenciais não espelhe ou seja semelhante aos instrumentos de dívida com determinados direitos, mais próximos ao da ação preferencial registrada no patrimônio líquido. O CPC 39 vislumbrou que a separação de *debt* e *equity* não poderia ser binária, pois há casos claros de valores mobiliários emitidos pelas companhias que se aproximam das ações, principalmente das preferenciais. Além disso, organismos internacionais, como o IASBm não só já concluíram pela existência de instrumentos financeiros híbridos, como utilizam as debêntures perpétuas (IAS 32) para exemplificar que, mesmo um instrumento que seja formalmente *debt*, poderia, em razão da sua essência, ser registrado como *equity*¹⁹⁷.

Outro instrumento amplamente utilizado na prática brasileira sem que reste flagrante a relação de sociedade de forma imediata é a figura do adiantamento para futuro aumento de capital. Este instituto se caracteriza quando uma pessoa, previamente sócia ou não, aporta bens ou recursos na sociedade em troca de futura participação societária¹⁹⁸. As motivações para a realização deste tipo de operação são muito variadas, mas como ensina Galizzi, via de regra, as causas acabam transitando entre a urgência na obtenção dos recursos somada à decisão da sociedade de não pagar juros – por vontade ou impossibilidade – e restrições temporárias que obstam a imediata capitalização dos recursos, fazendo com que o aumento de capital correspondente ao ingresso de dinheiro ou bens no ativo da sociedade receptora seja prolatado para momento oportuno¹⁹⁹.

Dada a natureza híbrida destes instrumentos, existe, de certa forma um debate sobre a sua contabilização, tal qual nas debêntures perpétuas. Gustavo Saad Diniz, argumenta que a sociedade deve registrar o recurso recebido no ativo circulante e a crédito dessa conta específica “Adiantamento para Futuro Aumento de Capital”, mas, enquanto não for realizada a alteração contratual, os valores devem permanecer em contas do passivo circulante e/ou exigível a longo prazo²⁰⁰.

¹⁹⁷ SILVA, 2016, op. cit., p. 482.

¹⁹⁸ GALIZZI, Gustavo Oliva. Adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC). In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 39-48.

¹⁹⁹ Ibid., p. 39-40.

²⁰⁰ DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos da capitalização societária. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 313-330, 2012. p. 317.

A doutrina dá conta de que a jurisprudência administrativa tem entendido que a contabilização do AFAC como patrimônio líquido dependeria da irreversibilidade, fixação do preço de emissão e do número de ações a serem emitidas e a inexistência de disposições típicas de empréstimo, como juros e correção monetária²⁰¹. Além disso, o Conselho Federal de Contabilidade, na resolução nº 1.159/2009, item 69, dispõe que os adiantamentos para futuros aumentos de capital realizados, sem que haja a possibilidade de sua devolução, devem ser registrados no Patrimônio Líquido, após a conta de capital social. Caso haja qualquer possibilidade de sua devolução, devem ser registrados no Passivo Não Circulante.

Por fim, Galizzi entende que a melhor classificação jurídica ao instituto seja a de verdadeiro contrato preliminar, cuja a obrigação de capitalização dos elementos transferidos à sociedade é subordinada a termo ou condição, entre elas, além das eventualmente contratuais, a necessária deliberação societária aprovando a subscrição de novas ações²⁰².

O fato é que tanto nas debêntures perpétuas, como no adiantamento para futuro aumento de capital, existe um reconhecimento de que, apesar de serem instrumentos híbridos, sua utilização é amplamente aceita e reconhecida pela prática como expressão dos usos e costumes, configurando-se como instrumentos autônomos. Mas tais instrumentos não são os únicos.

Mais recentemente, o direito brasileiro passou a conviver com outros dois instrumento ligados diretamente ao investimento em *startups*: o contrato de participação e o *equity crowdfunding*. O primeiro destes institutos já foi objeto de um breve debate ao longo deste trabalho²⁰³, já o *equity crowdfunding* foi objeto de regulação recente da CVM através da Instrução Normativa 588/2017.

Nos termos do que prevê esta instrução, em seu art. 2º, I, entende-se como *equity crowdfunding* a captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos na Instrução. Como explica Carvalho, o

²⁰¹ GALIZZI, 2016, op. cit., p. 43.

²⁰² Ibid., p. 42.

²⁰³ Ver o item 2.3.2.

financiamento participativo de investimento, que, ao fazer uso de plataformas constituídas em ambiente digital, permitem a captação de recursos do mercado em geral, ao intermediarem, de maneira simples, rápida e pouco onerosa, o investimento desse mercado na empresa beneficiária, por meio da emissão e subscrição de valores mobiliários²⁰⁴. Dito de outra forma, tal modalidade permite que empresas de pequeno porte, assim consideradas pela Instrução 588/2017 da CVM, possam realizar captação de recursos junto ao público investidor por meio de plataformas digitais, com a dispensa do registro de oferta pública.

O mais interessante da constatação dessa nova modalidade de captação de recursos é que, ao se observar os diversos artigos referentes aos valores mobiliários passíveis de serem emitidos pela *startup* que irá realizar a captação, é possível verificar diversas menções a títulos representativos de dívida que podem ser conversíveis em participação societária, senão vejamos:

Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:
I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:
d) o contrato ou a escritura garanta aos investidores o direito de conversão, conforme manifestação do investidor, dos valores mobiliários em participação na sociedade empresária de pequeno porte até o seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis; [...]

e) o contrato ou a escritura garanta a proibição de resgate antecipado sem anuência do credor, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis; [...]

Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem: [...]

XVII – deter, anteriormente à oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública, exceto na hipótese de oferta subsequente ou de oferta da própria plataforma como sociedade empresária de pequeno porte.

Seção 3. Informações sobre o valor mobiliário ofertado²⁰⁵: [...]

c) esclarecimento se o valor mobiliário ofertado:

1. confere ao portador direito de crédito perante a sociedade empresária de pequeno porte e as condições de remuneração;
2. é título representativo de dívida conversível em participação;
3. confere participação no capital;
4. confere direito de voto e, especialmente, se há quaisquer restrições a este direito; e
5. é passível de livre cessão ou transferência, ou quais são as limitações a estes direitos [...].

²⁰⁴ CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity Crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 78, p. 47-76, 2017. p. 50.

²⁰⁵ Retirado do Anexo 8 da Instrução Normativa 588/2017 da CVM.

Percebe-se, assim, que mesmo em um setor amplamente regulado cujas principais preocupações é a segurança do público investidor, reconhece a existência de títulos de dívida conversíveis como institutos autônomos e que não se confundem com uma sociedade propriamente dita ou tampouco com o instituto do mútuo. Aliás, a regulação do *equity crowdfunding* pela CVM, que permite a emissão de títulos de dívida conversíveis, é mais uma evidência da consagração dos usos e costumes na prática de investimento em *startups*, tal como os resultados das entrevistas.

Todos estes institutos mencionados (debêntures, adiantamento para futuro aumento de capital – AFAC, contrato de participação e títulos de dívida no *equity crowdfunding*) são, de alguma maneira, institutos híbridos, reunindo elementos de dívida e capital e frutos da consagração dos usos e costumes.

Mas esse não é o único argumento capaz de solidificar os resultados obtidos com as entrevistas, haja vista que o traço definidor de um contrato de sociedade definido pela doutrina parece não ser suficientemente forte quando nos deparamos com instrumentos híbridos. Assim, o segundo argumento a sustentar a interpretação dos resultados é o de que o fim comum não é perceptível de plano nos títulos de dívida conversíveis

O fim comum ou fim social, nas palavras de França e Adamek, são a estrela polar do moderno direito societário²⁰⁶. Tal afirmação encontra guarida na teoria do contrato plurilateral desenvolvida por Tullio Ascarelli. Para este autor os contratos plurilaterais são contratos de comunhão de fim, haja vista que nas demais categorias de contratos o “fim” ou “escopo”, em seu sentido genérico, se identifica com a função típica dos contratos, como por exemplo, troca-se a coisa pelo preço. Já nos contratos plurilaterais, este fim comum é um elemento juridicamente relevante, uma vez que as obrigações das partes não se extinguem quando cada parte cumpre sua obrigação, mas este adimplemento é dirigido justamente para o desenvolvimento atividade ulterior²⁰⁷. Nesse entendimento, Rachel Sztajn leciona que o escopo comum dos sócios se reflete na atividade exercida pela sociedade, definida como a sucessão de atos, materiais ou instrumentais, negócios jurídicos, ou não, que são unificados pelo fim visado pelo agente²⁰⁸.

²⁰⁶ FRANÇA; ADAMEK, 2008, op. cit., p. 117.

²⁰⁷ ASCARELLI, 1945, op. cit., p. 271-272.

²⁰⁸ SZTAJN, Rachel. Associações e sociedades: à luz da noção de contrato plurilateral. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 21, p. 223-234, 2005. p. 228.

Conforme já ressaltado ao longo do trabalho, mas reforçado pela lição de Comparato, a diferença entre os contratos ditos bilaterais e os plurilaterais está justamente na presença do sinalagma nos primeiros e do escopo comum nos segundos, conforme se percebe do trecho a seguir:

Na compra e venda, por exemplo, as prestações são intercambiáveis, na base de uma estrita comutatividade. O preço toma, no patrimônio do vendedor, o lugar da coisa vendida; e esta substitui o montante do preço, no patrimônio do comprador. As partes não visam a um escopo comum, a não ser esse mesmo intercâmbio ou sinalagma das prestações, ao qual se reduz todo o esquema contratual. Por outro lado, a compra e venda é um contrato essencialmente bilateral, pois não comporta, logicamente, mais do que duas partes. [...] Na sociedade, ao contrário, analogamente ao que ocorre em outros contratos plurilaterais, como a associação ou o consórcio, o elemento fundamental não é o sinalagma, mas o escopo ou objetivo comum, inexistente nos demais tipos contratuais. Esse fim comum, como salientou Ascarelli, exerce uma função instrumental, no sentido de que a satisfação do interesse pessoal das partes passa pela realização desse escopo, que lhes é comum. Assim, na sociedade, as partes convencionam que a consecução do objetivo final de produção e partilha de lucros deve ser alcançado pela realização do objeto social específico, fixado no contrato. Mas isso não significa, obviamente, que a comunhão de escopo exclua a possibilidade de conflitos de interesses²⁰⁹.

A principal característica dos contratos plurilaterais, qual seja o escopo comum das partes, é possível de ser verificada nos títulos de dívida conversíveis apenas quando de sua conversão, momento efetivo em que os objetivos das partes se dirige à consecução do objeto social da *startup* investida. Sustentar a existência do fim comum entre as partes antes deste evento, não parece ser a saída mais salutar. Isso porque, mesmo que se argumente que o investidor-anjo tem total interesse que a *startup* se desenvolva a ponto de receber novos aportes e culminar num evento de liquidez que lhe renda uma remuneração muito maior do que se tivesse cobrado apenas o valor emprestado mais juros e correção, essa simples constatação não é o suficiente para classificar estes instrumentos como contratos de sociedade.

Como salientado acima, nas debêntures conversíveis em ações, também é possível identificar o desejo dos titulares dos títulos no desenvolvimento da companhia para o caso de uma eventual conversão da dívida em ações. No entanto, permanece hígida a bilateralidade da relação, haja vista que a obrigação da companhia, enquanto não convertidas os títulos, segue sendo a de pagamento nos

²⁰⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Sociedades limitadas. In: WALD, Arnoldo. **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. v. 2, p. 473-486. p. 477-478.

exatos termos da escritura de emissão aprovada pela assembleia geral. Justamente por isso que Carvalhosa classificou tais títulos como sendo, ao mesmo tempo, títulos de crédito e de legitimação, ou seja, os titulares possuem exigibilidade de pagamento do principal, juros e vantagens adicionais até o seu vencimento e porque outorgam aos titulares o direito de tornarem-se acionistas de acordo com as condições impostas²¹⁰.

Diga-se de passagem que nem mesmo a possibilidade dos debenturistas oporem-se às mudanças no objeto social da companhia e da criação de ações preferenciais ou modificação das vantagens existentes em prejuízo das ações em que forem conversíveis, altera a predominância de uma relação bilateral entre o titular e a companhia emissora.

O mesmo raciocínio pode ser aplicado aos títulos de dívida conversíveis. 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. Mesmo que se argumente que os resultados da presente pesquisa revele que os investidores dificilmente possuem a intenção de realizar a cobrança dos valores em caso de insucesso do empreendimento, é preciso compreender esse comportamento como mera liberalidade dos investidores, não modificando em nada o argumento sustentado. Pode-se sustentar, inclusive, que os resultados apresentados nas entrevistas corroboram esse entendimento, quando nos deparamos com respostas que dão a entender que o período compreendido entre o aporte e a conversão pode ser considerado como um *test-drive*, onde as partes irão se conhecer antes de aprofundar a relação como uma sociedade propriamente dita:

E6: Eu acho que é uma forma de quem investe dar um tempo para que seu investimento mature, ou se desenvolva e a pessoa tenha tempo de avaliar se a pessoa quer continuar ou não. Eu acho que é uma forma de dar esse tempo para o investidor avaliar e também tempo para o próprio empreendedor desenvolver o seu negócio.

²¹⁰ CARVALHOSA, 2002, op. cit., p. 658.

E10: Primeira razão é que o investimento anjo é um investimento de risco e por ser um investimento de risco tem um tempo de teste de aprendizado, adequação de modelo de negócio o que faz com que eu não fique atrelado diretamente ao empreendimento sem ter o conhecimento prévio da postura dos empreendedores, enfim, é no caminho que vamos aprendendo como eles se comportam e não na fase de investimento. Então, o mútuo conversível te permite fazer isso, ter um tempo antes de se vincular aos empreendedores tu ter um vínculo parcial para entender o funcionamento das atividades empreendedoras deles para não colocar em risco um não possível conhecimento já no primeiro momento²¹¹.

Nesta senda, não é possível vislumbrar o fim comum, traço definidor do contrato de sociedade, antes da conversão dos títulos em efetiva participação societária.

Por fim, também é possível encontrar respaldo para a conclusão encontrada na teoria da atipicidade dos contratos. O conceito de atipicidade contratual nasce de uma superação ao sistema romano que dividia os contratos em *nominados* e *inominados*, sendo estes últimos considerados à margem de qualquer proteção jurídica²¹², haja vista que a classificação que leva em conta somente a existência ou não de um nome determinado a uma avença pode levar o intérprete a equívocos. Sendo assim, Azevedo leciona que essa terminologia, deverá ela ser entendida com a devida ressalva da doutrina, pois, muitas vezes, o contrato tem nome, no ambiente de sua utilização, e não é nominado, dado que não se encontra devidamente regulamentado em lei. Daí ser preferível a referência aos contratos típicos e atípicos, sendo certo que os primeiros ajustam-se, os segundos não, em qualquer dos tipos, dos moldes, dos modelos contratuais estabelecidos em lei²¹³.

Daí concluir-se que os contratos atípicos são aqueles institutos que, embora possuam um nome específico, não gozam de um tratamento legislativo específico, haja vista possuírem uma causa diversa daqueles institutos disciplinados pela lei. De todo o modo, como assevera Azevedo, os contratantes ficam adstritos ao respeito à ordem pública, os bons costumes e os princípios gerais de direito²¹⁴.

A explicação do fenômeno dos contratos atípicos está no fato de a sociedade estar em constante evolução, o que faz com que as necessidades socioeconômicas se transformem com o tempo, dada a complexidade da sociedade humana. Isso resulta, de certo modo, no fato de que com a evolução das necessidades as partes

²¹¹ Resposta dada ao questionamento 4.

²¹² AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 112.

²¹³ *Ibid.*, p. 120.

²¹⁴ *Ibid.*, p. 121.

contratantes possam buscar proteger interesses completamente originais, não contemplados pela legislação, os quais, calcados na autonomia privada das partes, faz nascer figurais contratuais das mais variadas espécies²¹⁵. Aliás, é bastante interessante a posição que busca na causa da contratação a identificação dos contratos atípicos, conforme destaca Bueno:

Como expusemos anteriormente, haverá contrato atípico quando houver um distanciamento entre a função econômica do contrato individualmente considerado e a função econômico-social típica. Na medida em que se verifique o distanciamento das causas típicas previstas para os contratos regulados por lei, não serão, em princípio, aplicáveis aos contratos atípicos as previsões dos regulamentos típicos, legalmente estabelecidos, devendo o contrato ser regulamentado integralmente pela vontade das partes. Por isso, diz-se que, nos contratos atípicos, as partes têm a necessidade de clausular toda a disciplina contratual²¹⁶.

Contudo, como sustenta Azevedo, parece mais seguro localizar os contratos atípicos dentro das prestações que compõe o contrato (dar, fazer ou não fazer), haja vista que a doutrina que busca explicar na “causa única” pode estar sujeita a interpretações subjetivas, bem como pelo fato de ser difícil buscar tal causa em figuras contratuais novas ou em formação²¹⁷. Para tanto, o autor demonstra em uma séries de pareceres referentes a casos práticos como essa metodologia pode auxiliar na identificação de contratos atípicos.

No primeiro dos caso o autor analisa o Contrato de Distribuição de Água Mineral, assim relatando o caso:

O titular de direitos de exploração de água mineral, que chamarei de F, firmou a aludida contratação com empresa distribuidora desse produto, que chamarei de D, obrigando-se, reciprocamente, a várias prestações: F, titular das fontes de água mineral, em determinada região, obrigando-se a extrair essa água, colocando-a no vasilhame de D, fornecido por D, entregando F o produto, desse modo, a D, contra o pagamento, de D a F, de um preço. Acontece, ainda, que o vasilhame de D deveria portar a marca de F, por rótulo, ficando D impedido de comercializar dita água, na aludida região de tal cidade, e F impedido do mesmo comércio fora dessa região; além de outras prestações secundárias²¹⁸.

²¹⁵ FRANCESCHINI, José Ignacio Gonzaga. Contratos inominados, mistos e negócio indireto. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3, p. 237-258. p. 242.

²¹⁶ BUENO, Francisco de Godoy. Regime jurídico dos contratos atípicos no direito brasileiro. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**, São Paulo, v. 6, p. 55-73, 2016. p. 59.

²¹⁷ AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 140.

²¹⁸ *Ibid.*, p. 140.

Analisando o caso, o autor chega à conclusão que as principais obrigações do fornecedor são as de captação, industrialização e engarrafamento de água mineral, que são obrigações de fazer, e a de entregar esse produto, que é obrigação de dar coisa certa. Seu direito, em contrapartida é o de receber por essa atuação um pagamento certo, gravado no acordo, e reajustado monetariamente, segundo o contratado. Já a distribuidora a entregar o vasilhame, entre outras coisas, para possibilitar o engarrafamento do produto, a pagar os valores reajustados, como estabelecido no contrato, que são obrigações de dar coisa certa, e a distribuir esse produto, vendendo-o a terceiro, o que importa obrigação de fazer, enquanto não realizada essa venda. Já os direitos da distribuidora são: o de retirar a água engarrafada, no setor industrial da fazenda do fornecedor (o que também se configura numa obrigação de fazer), o de poder fiscalizar a industrialização da água e o de poder utilizar-se da marca do fornecedor²¹⁹.

Continua o autor a salientar que a obrigação principal desta complexa relação é a de compra e venda de água mineral, que implica a entrega, pelo fornecedor, desse produto em suas fontes, e a remuneração pela distribuidora, que paga o devido preço, salientando, ainda, a existência de infungibilidade do objeto. Deste modo, o contrato se mostra atípico justamente por não se confundir com as prestações típicas de um contrato de compra e venda ou de locação, que no sentir do autor:

[...] pois nestes as prestações são, simplesmente, de dar, respectivamente: coisa contra preço e cessão de uso e de gozo contra aluguel. A existência de qualquer outra espécie de prestação, de fazer ou de não fazer, como demonstrado, desnatura toda a contratação.

Realmente, mesmo que vendida a água, em ditos vasilhames, com recebimento do preço, não estaria exaurida a compra e venda, bastando o descumprimento de uma das mencionadas prestações, de fazer ou de não fazer, para a rescisão de todo o contrato, como, por exemplo, se D vendesse sua água na região da mencionada cidade, ou vice-versa.

Entretanto, nunca existiu locação, na referida avença, porque lhe faltou o elemento fundamental, cessão do uso da fonte, que permaneceu na posse de F. Todavia, ainda que D pagasse a F para utilizar-se de sua fonte, mesmo assim descumpriria todo o contrato, por exemplo, se se obrigasse a não comercializar dita água, na região daquela cidade, e o fizesse²²⁰.

²¹⁹ AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 141.

²²⁰ Ibid., p. 141.

Em outro parecer apresentado pelo autor na mesma obra, é tratado sobre a natureza jurídica do contrato de locação em *shopping center*, o qual apresenta diversas peculiaridades²²¹. O debate doutrinário sobre a natureza do instituto se deu sobre considerá-lo como um verdadeiro contrato de locação (hoje regido pela Lei 8.245/91), um contrato de locação com cláusulas atípicas ou contrato atípico.

Conforme noticia Azevedo, dentre os defensores do argumento de ser o contrato de *shopping center* verdadeiro contrato de locação, estão Caio Mário da Silva Pereira e Washington de Barros Monteiro, os quais defendem que as peculiaridades do contrato não afastam sua natureza de contrato de locação²²². Entre os defensores do argumento de ser o contrato considerado de locação com cláusulas atípicas, estão Ives Gandra Martins e Modesto Carvalhosa, apresentando o argumento de que o contrato possui todos os requisitos para sua configuração como locação, com o acréscimo de disposições que o diferenciam de uma locação normal²²³.

Azevedo, utilizando de sua metodologia, consistente em identificar as prestações dos contratos, entende a figura como sendo atípica. Conforme o autor quando o elemento típico é somado com outro elemento típico ou mesmo atípico, em uma contratação, desnatura-se esta, compondo-se esse conjunto de elementos um novo contrato, uno e complexo, com todas as suas obrigações formando algo individual e indivisível. O contrato de utilização de unidade em centros comerciais demonstra a preocupação das partes de levarem a cabo um investimento de ambas, com participações recíprocas, em ambiente de alto nível, que deve ser mantido, com todos os sacrifícios²²⁴.

Esse mesmo exercício pode ser realizado quando nos deparamos com os títulos de dívida conversíveis. Conforme já exposto diversas vezes ao longo deste trabalho, tais contratos se caracterizam pelo fato do investidor-anjo realizar um empréstimo à *startup*, cujo pagamento pode ser realizado no prazo do vencimento ou pela conversão do saldo devedor em participação societária, mormente quando a *startup* recebe uma segunda rodada de investimento. Além dos valores aportados, aos investidores são conferidos inúmeros direitos de índole societária, como o direito

²²¹ O autor destaca as cláusulas de aluguel fixo e variável, o pagamento de um 13º aluguel, a fixação de normas gerais que devem ser aceitas pelos lojistas, entre outras questões. Cf. AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 145 e seguintes.

²²² AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 160.

²²³ Ibid., p. 162.

²²⁴ Ibid., p. 165-166.

de preferência no aumento de capital ou para novas rodadas de investimento, bem como o poder de vetar determinadas operações da *startup*.

Diferencia-se do contrato de mútuo, pois neste a obrigação principal das partes consiste em um dos polos dar a coisa fungível em empréstimo e do outro lado a do pagamento com objeto de mesma qualidade, quantidade e gênero. Assim, ao se admitir o pagamento do empréstimo inicialmente feito com a conversão do saldo devedor em participação societária, se está desnaturando o instituto do mútuo²²⁵. Por outro lado, a existência da possibilidade do credor exigir o pagamento na data do vencimento em caso de não ocorrência de quaisquer dos eventos de conversão obrigatória, também desnatura o fim comum entre as partes, afastando a inserção da modalidade como uma sociedade em comum, nos exatos termos do exposto acima.

O que deve ser afastado, como ensina Orlando Gomes, é a tentativa das partes, ao levarem uma discussão ao judiciário, de obter sentenças fundadas em artigos de lei, o que acaba por levar os juízes à inserção dos contratos atípicos dentro de uma das figuras típicas da legislação. Tal atitude ser condenável, ainda que realizada a pretexto da resguardar a certeza do direito²²⁶.

Por este motivo que o autor sustenta que os contratos atípicos devem se subordinar as regras gerais do Direito Contratual, contudo, tais regras por si só não bastam para a exata compreensão deste fenômeno, cabendo ao intérprete se utilizar das técnicas interpretativas (como por exemplo a combinação, absorção ou analogia) para encontrar uma melhor solução ao problema. Tal tarefa, no entanto, acaba por se tornar mais fácil ao nos depararmos com o fato de que as partes costumam regular sua relação de forma mais explícita quando diante de um contrato atípico, haja vista a inexistência de regras supletivas. Além disso, a boa-fé objetiva como cláusula geral do direito privado, bem como os usos e costumes, acabam por dar a guarida necessária para atingir o melhor resultado hermenêutico²²⁷.

Portanto, resta claro que os usos e costumes adotados pelo ecossistema brasileiro para a realização de investimento-anjo em empresas consideradas *startups* logrou êxito na criação de uma figura contratual atípica, que reúne

²²⁵ COELHO; GARRIDO, 2016, op. cit., p. 124; EIZIRIK, 2015, op. cit., p. 142; SANSEVERINO, 2005, op. cit., p. 301.

²²⁶ GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 119-120.

²²⁷ Ibid., p. 125.

elementos do contrato de mútuo e de sociedade, revelando-se como um instituto híbrido.

Como consequência lógica desta conclusão, entende-se que a instrumentalização do investimento através de um título de dívida conversível não implica em qualquer responsabilização pessoal do investidor por eventuais passivos da *startup* em caso de insucesso e/ou quebra anterior à conversão. Nestas hipóteses, merece o investidor ser tratado como eventual credor em caso de processo falimentar ou de recuperação judicial, habilitando seu crédito conforme a existência de algum privilégio ou garantia negociada contratualmente, nos termos do que prevê o art. 83 da Lei 11.101/2005.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A inovação desempenha um papel extremamente importante para o desenvolvimento econômico de uma nação. As *startups*, sendo organizações voltadas eminentemente para o desenvolvimento de produtos ou serviços inovadores e escaláveis de base tecnológica, acabam por desenvolver um papel preponderante neste desenvolvimento. Contudo, por serem organizações em fase inicial com empreendedores inexperientes, na maioria das vezes, é fundamental que busquem no financiamento externo de suas atividades uma forma de alcançar a escala almejada. É neste contexto que os investidores-anjo suprem uma lacuna (entre o financiamento relacional e o *venture capital*, propriamente dito) de mercado, sendo comumente definidos como indivíduos que já tiveram ou têm experiência enquanto empreendedores, que arriscam recursos próprios para realização do chamado investimento-anjo.

Tais investimentos, que buscam premiar o alto grau de risco do investidor, passaram a ser realizados no Brasil sob forte inspiração das chamadas *convertible notes* norte-americanas, cuja principal característica está no fato do investimento ser instrumentalizado através de um empréstimo do investidor à *startup*, o qual poderá ser convertido em participação societária na data do investimento ou quando do acontecimento de algum outro evento de liquidez acordado entre as partes. Tal inspiração, no Brasil, se deve ao fato de que as demais formas de realização das operações disponíveis às partes, de alguma forma apresentam empecilhos à operação, quer sejam de índole tributária, quer seja pela insegurança de adotar uma figura nova, como no caso do contrato de participação criado pela Lei Complementar 155/2016. Aliás, esta figura, que recentemente recebeu tratamento tributário pela Receita Federal, apresenta dificuldades de ambas espécies mencionadas.

Assim, inspirado no modelo norte-americano, o ecossistema empreendedor brasileiro passou a adotar as notas conversíveis (também referidos como mútuo conversível ou títulos de dívida conversível) como principal instrumento para a realização de investimento-anjo. O problema na utilização desta figura está justamente no fato de que apesar de se apresentar como um contrato de mútuo em dinheiro cujo pagamento poderá ocorrer na data de vencimento através da conversão em participação societária, o contrato costuma prever inúmeras cláusulas que acabam por conferir ao investidor diversos direitos que normalmente são

conferidos apenas à sócios. Soma-se a isto o fato de que a doutrina predominante não admite o pagamento do mútuo com um bem que não seja fungível com o bem dado em empréstimo, como no caso de dinheiro e participação societária.

A este problema duas soluções possíveis se apresentam: ou se consideram as notas conversíveis, face a suas cláusulas, uma espécie de sociedade em comum ou se evocam os usos e costumes para considerá-las como um contrato atípico consagrado pela prática brasileira. Na primeira solução, através da utilização do conceito de fim comum como traço distintivo do contrato de sociedade calcada na teoria do contrato plurilateral desenvolvida por Ascarelli, a consequência nefasta aos investidores é a possibilidade de tornarem-se solidária e ilimitadamente responsáveis em caso de insolvência da *startup*. A segunda solução, por sua vez, para ver reconhecida a hipótese, necessário se faz a identificação dos elementos apontados pela doutrina para que os usos e costumes sejam utilizados em sua função normativa, quais sejam a ampla utilização do instituto (enquanto elemento objetivo) e a percepção dos agentes de que estão diante de um dever jurídico (elemento psicológico).

Nesse sentido, foi conduzida uma pesquisa qualitativa com 12 entrevistados que participaram de operações de investimento-anjo, quer na condição de empreendedores, quer na condição de investidores. Os principais resultados encontrados confirmam que o mútuo conversível é o instrumento adotado pelo ecossistema empreendedor brasileiro. Também ficou demonstrado que as partes envolvidas nas operações buscaram mitigar os riscos envolvidos, haja vista a principal motivação dos entrevistados ao adotar as notas conversíveis estavam relacionados à proteção patrimonial almejada pelos investidores. Isso também acabou por demonstrar que, apesar de amplamente inspirados nas *convertible notes*, as razões para o ecossistema brasileiro em adotar o instrumento está relacionado com a proteção patrimonial, enquanto nos Estados Unidos a justificativa apontada pela literatura está relacionada aos custos e complexidade envolvidos em realizar um investimento direto em uma empresa nascentes, como por exemplo, a realização da avaliação de um negócio pré-operacional.

Principal contribuição deste estudo, no entanto, está no fato de que os resultados obtidos com as entrevistas permitem reconhecer as notas conversíveis como contratos atípicos criados pelos usos e costumes. Tal conclusão está embasada pela ampla utilização pelo mercado do instituto, bem como pelo fato de

que as entrevistas passam a nítida sensação que as partes envolvidas nas operações entendem ser o mútuo conversível uma regra jurídica consagrada.

Também podem ser invocados para legitimar os resultados e a conclusão obtidos, três outros argumentos. O primeiro deles está ligado ao fato de o ordenamento jurídico brasileiro reconhece outros instrumentos híbridos que conjugam elementos de investimento através de dívida e de investimento direto, sem que com isso corram o risco das partes serem consideradas sócias de fato das empresas. Salienta-se neste cenário as debêntures conversíveis, as quais conferem direitos de natureza societária aos seus titulares, bem como o contrato de participação criado pela Lei Complementar 155/2016, que trouxe a temática do investimento-anjo em *startups* ao cenário legislativo nacional. Também é possível afirmar que ainda que os investidores possam exercer direitos de natureza societária antes mesmo da conversão (como o direito de vetar determinadas operações), pelo simples fato de que a dívida pode ser exigível no prazo de vencimento acordado, não é possível vislumbrar o fim comum entre as partes, que somente passa a existir com a conversão em efetiva participação societária.

Por fim, na teoria da atipicidade na qual a conjugação de elementos, ainda que típicos de outros contratos, cria uma unidade inseparável que acabam por tornar o arranjo eleito entre as partes como singular. Assim, por conjugar elementos do mútuo e de contratos de sociedade, sendo consagrados pelos usos e costumes, as notas conversíveis caracterizam-se por serem contratos atípicos, que apesar da ampla liberdade das partes em disciplinar a relação estabelecida, continuam subordinadas aos princípios gerais do direito contratual, bem como pela boa-fé objetiva.

REFERÊNCIAS

ANDRADE JUNIOR, Mozart Viela. Desconsideração da personalidade jurídica: uma visão dualista da disregard doctrine. **Revista de Processo**, São Paulo, v. 252, p. 59-77, 2016.

ANJOS DO BRASIL. **Guia de Investimento Anjo**. c2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/documenta-para-o-guia-de-investimento.html>>. Acesso em: 18 jan. 2018.

_____. **O que é um investidor anjo?**. c2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>>. Acesso em: 01 fev. 2018.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSEIS, Pedro Augusto do Amaral A. Instrumentos financeiros híbridos: a teoria da "substância sobre a forma" na perspectiva da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 8, p. 89-107, 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Estatuto Social**. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://104.236.239.212/estatuto-da-associacao-brasileira-de-startups/>>. Acesso em: 27 jan. 2018.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BARROS, Fábio Toledo Pedrosa de. O direito de retirada do sócio na sociedade limitada: o valor do reembolso. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 770, p. 145-165, 1999.

BEVILÁQUA, Clóvis. **Teoria geral do direito civil**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1929.

BOGDAN, Robert; BIKLEN, Sari. **Investigação qualitativa em educação: uma introdução à teoria e aos Métodos**. Porto: Porto Editora, 2010.

BORBA, José Tavares. **Direito societário**. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

_____. **Direito societário**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BRASIL. Presidência da República Secretaria de Governo Secretaria Especial da Micro e Pequena Empresa Departamento de Registro Empresarial e Integração. **Relatório Estatístico Mensal – Nacional**: 01/03/2016 A 31/03/2016. Brasília, DF, 2016. Disponível em: <<http://drei.mdic.gov.br/clientes/drei/drei/documentos/03-relatorio-estatistico-mensal-marco2016.pdf/view>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Interno em Recurso Especial 1.296.028/RJ**. Agravante: Tandy Corporation. Agravado: Hi Tec Shop Comércio Exportação e Importação Ltda. Relator: Min. Raul de Araújo. Brasília, DF, 13 de setembro de 2017. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=74444614&num_registro=201102861455&data=20170913&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 07 fev. 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1325663/SP**. Recorrente: Morocó Participações e Comércio AS. Recorrido: Riprauto Veículos Ltda. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 11 de junho de 2013. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=28678293&num_registro=201200243742&data=20130624&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 05 fev. 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1526287/SP**. Recorrentes: Milton Collavini e Shopping Center São Bernardo do Campo S/C Ltda. Recorrido: José Roberto de Araújo Pelosini. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 16 de maio de 2017. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=72483125&num_registro=201301755052&data=20170526&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em: 5 fev. 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 877.704-RJ**. Recorrente: SAB Trading Comercial Exportadora S/A. Recorrido: Transcocamar Transportes e Comercio Ltda. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF, 17 de agosto de 2009. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?src=1.1.2&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&num_registro=200601756504>. Acesso em: 14 fev. 2018.

BUENO, Francisco de Godoy. Regime jurídico dos contratos atípicos no direito brasileiro. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**, São Paulo, v. 6, p. 55-73, 2016.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity Crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 78, p. 47-76, 2017.

CARVALHO, Cristiano. **Teoria da decisão tributária**. São Paulo: Saraiva, 2013.

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

CASTANHEIRA NEVES, A. As fontes do direito e o problema da positividade jurídica. **Boletim da Faculdade de Direito**, Coimbra, p. 115-204, 1975. p. 183-185.

COELHO, Fábio Ulhoa. A teoria maior e a teoria menor da desconsideração. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 65, p. 21-30, 2014.

COELHO, Giulliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. Contrato de investimento em startup pela ótica da teoria da agência: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 976, p. 221-239, 2017.

COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato com Investidor-Anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 115-130.

COMPARATO, Fábio Konder. Sociedades limitadas. In: WALD, Arnoldo. **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. v. 2, p. 473-486. p. 477-478.

COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd. **O Nó de Salomão**: como o direito pode erradicar a pobreza das nações. Curitiba: CRV, 2017.

_____. O Problema da desconfiança recíproca. In: SALAMA, Bruno Meyerhof. **Direito e economia**: textos escolhidos. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 305-324.

DAMODARAN, Aswath. **Gestão estratégica do risco**: uma referência para a tomada de riscos empresariais. Porto Alegre: Bookman, 2009.

DAVID, Tiago Bitencourt de. Usos e costumes no Código Civil de 2002: em defesa das expectativas legítimas. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 48, p. 47-65, 2011.

DEGENNARO, Ramon. P.; DWYER, Gerald P. Expected returns to stock investments by Angel investors in groups. **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series**, Atlanta, n. 14, p. 1-48, 2010.

DELGADO, Maurício Godinho. **Curso de direito do trabalho**. 9. ed. São Paulo: LTr, 2010.

DIDIER JÚNIOR, Fredie; LIPANI, Júlia. Desconsideração inversa da personalidade jurídica – princípio da boa-fé – proibição do tu quoque – aspectos processuais da desconsideração da personalidade jurídica. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**, São Paulo, v. 13, p. 445-446, 2017.

DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de capitalização societária. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 313-330,, 2012.

DINIZ, Maria Helena. **Conceito de norma jurídica e o problema de essência**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

FÉRES, Marcelo Andrade. **Sociedade em comum**. São Paulo: Saraiva, 2011.

FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão, dominação**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960. v. 1.

FIGUEIREDO, Luciano L. Os novos contornos da teoria da desconsideração da pessoa jurídica: um estudo em busca da efetividade dos direitos. **Revista de Direito do Trabalho**, São Paulo, v. 124, p. 140-156, 2006.

FIUZA, César. **Direito civil**. 15. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

FORGIONI, Paula. **A evolução do direito comercial: da mercancia ao mercado**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 189-191.

_____. A unicidade do regramento jurídico das sociedades limitadas e o art. 1.053 do Código Civil: usos e costumes e regência supletiva. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 216-223.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A sociedade em comum**. São Paulo: Malheiros, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 149-150, p. 108-130, 2008.

FRANCESCHINI, José Ignácio Gonzaga. Contratos inominados, mistos e negócio indireto. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3, p. 237-258.

FRANCO, Vera Helena de Melo. **Manual de direito comercial**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. v. 1.

GALIZZI, Gustavo Oliva. Adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC). In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 39-48.

GARRIDO, Luiz Gustavo; COELHO, Giulliano Tozzi. A estruturação de investimento entre aceleradoras e startups no Brasil. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 131-147.

GOMES, Alexandre Gir. Sociedades não personificadas no Código Civil. In: WALD, Arnaldo. **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. v. 1, p. 449-464

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2004. v. 3.

HIGSON, Chris; BRIGINSHAW, John. Valuing internet business. **Business Strategy Review**, London, v. 11, n. 1, p. 10-20, 2000.

JÚDICE, Lucas Pimenta. Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo Simples Nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 161-178.

KELLNER, Aaron. Pros and cons of convertible notes. **Seed Invest**, 1 Sept. 2016. Disponível em: <<https://www.seedinvest.com/blog/startup-investing/pros-and-cons-of-convertible-notes>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1998.

KERR, William R.; LERNER, Josh.; SCHOAR, Antoinette. The consequences of entrepreneurial finance: evidence from angel financings. **Review of Financial Studies**, Raleigh, v. 27, n. 1, p. 20-55, 2014.

KNIGHT, Frank H. **Inteligência e ação democrática**. Tradução de Francisco J. Berali. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1989.

KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante. **A desconsideração da personalidade jurídica e os grupos de empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Notas sobre poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 1, p. 103-113, 2013.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Pires. Investimentos Venture Capital e Private Equity: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 267-316.

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

LUDWIG, Marcos de Campos. **Usos e costumes no processo obrigacional**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARKOVA, Sonja; PETKOVSKA-MIRČEVSKA, Tatjana. Entrepreneurial finance: angel investing as a source of funding high-growth start-up firms. **Annals of the University of Petrosani Economics**, Petrosani, v. 10, n. 3, p. 217-224, 2010.

MARQUES, José Roberto. Costume. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 393-427

MARQUES, Rafael Younis. **Notas conversíveis no equity crowdfunding**: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**: de acordo com a Constituição de 1988. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1993.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1963. t. XLII.

MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de direito civil**: direito das obrigações. Segunda parte. Atualizado por Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 5.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e da empresa**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 1.

NORMAN, Mike. How convertible notes work. **We Funder**, 10 July 2012. Disponível em: <<https://wefunder.com/post/17-how-convertible-notes-work>>. Acesso em: 04 jan. 2018.

NYBO, Erik. Convertible notes como opção de financiamento em startups. **E-commerce Brasil**, 11 nov. 2014. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/artigos/convertible-notes-como-opcao-de-financiamento-da-startup/>>. Acesso em: 18 fev. 2018.

OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do Tag Along na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 316-326.

PAULIN, Luiz Alfredo. Adiantamento para futuro aumento de capital em face do art. 34, V, da lei bancária. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 718, p. 22-28, 1995.

PEDRASSOLI, Antonio Fernando Campo. Algumas reflexões sobre costumes. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 65-80.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Instituições de direito civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 3.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

REALE, Miguel. **Teoria tridimensional do direito**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1994.

RIBEIRO, Leonardo. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. 147f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: 25 fev. 2018.

RIES, Eric. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

RIO GRANDE DO SUL (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação nº 70076637594**.

Apelante: Antonio Clesio Pereira. Apelados: Dario Antonio Manara, Leonardo Lourenço Santos Manara, Arlete Scheffer Martins e Lake Beer Restaurante Ltda.

Relatora: Des. Jorge Luiz Lopes do Canto. Porto Alegre, 25 de abril de 2018.

Disponível em:

<http://www.tjrs.jus.br/busca/search?q=cache:www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/consulta_processo.php%3Fnome_comarca%3DTribunal%2Bde%2BJusti%25E7a%26versao%3D%26versao_fonetica%3D1%26tipo%3D1%26id_comarca%3D700%26num_processo_mask%3D70076637594%26num_processo%3D70076637594%26codEmenta%3D7718994+%22sociedade+de+fato%22++++&proxystylesheet=tjrs_index&ie=UTF-8&access=p&client=tjrs_index&site=ementario&oe=UTF-8&numProcesso=70076637594&comarca=Comarca de Porto Alegre&dtJulg=25/04/2018&relator=Jorge Luiz Lopes do Canto&aba=juris>. Acesso em: 30 abril 2018.

ROSA, Maria Virgínia Figueiredo do Couto; ARNOLDI, Marlene Aparecida Gonzalez Colombo. **A entrevista na pesquisa qualitativa**. 2. ed. Belo Horizonte: Autentica, 2014.

ROSE, David S. **Angel investing: the gust guide to making money and having fun investing in startups**. New Jersey: Willey, 2014.

ROSENBLUTH, James E. Venture Investing in the “New” New Economy: strategies for enhancing investor value and minimizing risk. In: **The Investment Lawyer: converying legal and regulatory issues of asset management**, Aspen, v. 8, n. 6, p. 9-12, 2001.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia**. São Paulo: Malheiros, 2014.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. **Contratos nominados II**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

SANTOS, Fernanda. Quais os modelos de participação acionária em Startups?: Parte 3 – Broota. **Startupi**, 12 abr. 2015. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2015/04/quais-os-modelos-de-participacao-acionaria-em-startups-parte-3-entrevista-broota/>>. Acesso em: 18 fev. 2018.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação 0110699-06.2010.8.26.0100**. Apelante: Mirella D'Angelo Caldeira Fadel. Apelado: Luiz Antonio Monteiro de Moraes. Relatora: Des. Lígia Araújo Bisogni. São Paulo, 25 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6526930&cdForo=0>>. Acesso em: 07 fev. 2018.

_____. Tribunal de Justiça. **Apelação 0244498-85.2009.8.26.0002**. Apelante: Elaine Cristina Martins. Apelado: Leandro Albino da Silva. Relator: Des. Fontes Barbosa. São Paulo, 1º de agosto de 2013. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?conversationId=&cdAcordao=6900338&cdForo=0&uuidCaptcha=sajcaptcha_d01e561565d647b7873a70595b72269d&vICaptcha=awpr&novoVICaptcha=>>. Acesso em: 07 fev. 2018.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Sociedade em conta de participação: aplicações práticas e diferentes formatações. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016. P. 617-637.

SERVIÇO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). **Micro e pequenas empresas geram 27% do PIB brasileiro**. 24 jul. 2014. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/mt/noticias/Micro-e-pequenas-empresas-geram-27%25-do-PIB-do-Brasil>>. Acesso em: 23 jan. 2018.

_____. **Participação das micro e pequenas empresas na economia brasileira: região sul**. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Relat%C3%B3rio%20Sul.pdf>>. Acesso em: 31 jan. 2018.

_____. **Participação das micro e pequenas empresas na economia brasileira: região sudeste**. Brasília, DF, 2015. Disponível em: <<https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Relat%C3%B3rio%20Sudeste.pdf>>. Acesso em: 31 jan. 2018.

SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 459-494.

SILVEIRA, Denise Tolfo; CÓRDOVA, Fernanda Peixoto. A pesquisa científica. In: GERHARDT, Tatiane Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: UFRGS, 2009. p. 31-43.

- SZTAJN, Rachel. Associações e sociedades: à luz da noção de contrato plurilateral. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 21, p. 223-234, 2005.
- TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 1.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. v. 2.
- VINAGRE, Marta. Costume: forma de expressão do direito positivo. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCCO, Rui. **Doutrinas essenciais de direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 671-682.
- WALD, Arnaldo. Atualidades da sociedade em conta de participação sob nova estrutura. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 13, p. 71-78, 2016.
- WALKER, Scott Edward. Everything you ever wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask). **Tech Runch**, 7 Apr. 2012. p. 1. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>>. Acesso em: 29 jun. 2017.
- WILLIAMSON, James J. The JOBS act and middle-income investors: why it doesn't go far enough. **The Yale Law Journal**, Yale, v. 122, n. 7, p. 2069-2080, 2013.
- WONG, Andrew; BHATIA, Mihir; FREEMAN, Zachary. Angel finance: the other venture capital. **Strategic Change**, London, v. 18, n. 7/8, p. 221-230, 2009.

APÊNDICE A – DEGRAVAÇÃO DAS ENTREVISTAS

Identificação dos participantes	
1	Idade - 33 anos. Profissão – Advogado. Sexo – Masculino. Cidade de residência - Vitória, Espírito Santo.
2	Idade - 27 anos. Profissão - Engenheiro eletrônico. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Curitiba, Paraná.
3	Idade - 50 anos. Profissão - Acelerador de startups, digamos assim, ou empreendedor. Sexo - Masculino. Cidade de residência - São Leopoldo, Rio Grande do Sul.
4	Idade – 35 anos. Profissão - Bacharel em sistema da informação, por formação e empresário. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Gravataí, Rio Grande do Sul.
5	Idade - 31 anos. Profissão - Administrador de empresas. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Porto Alegre, Rio Grande do Sul.
6	Idade - 35 anos. Profissão - Empresário. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Novo Hamburgo, Rio Grande do Sul.
7	Idade - 53 anos. Profissão – Empresário. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Joinville, Santa Catarina.
8	Idade - 31 anos. Profissão - Empresário. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Novo Hamburgo, Rio Grande do Sul.
9	Idade - 54 anos. Profissão- Engenheiro eletricista, por formação e hoje, executivo. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Porto Alegre, Rio Grande do Sul.
10	Idade - 39 anos. Profissão - Empresário e economista. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Porto Alegre, Rio Grande do Sul.
11	Idade - 29 anos. Profissão - Empresário. Sexo - Masculino. Cidade de residência - São Leopoldo, Rio Grande do Sul.

12	<p>Idade - 29 anos. Profissão - Diretora executiva da empresa Virtual. Sexo - Masculino. Cidade de residência - Novo Hamburgo, Rio Grande do Sul.</p>
----	--

Pergunta 1: Qual a sua experiência no mercado de investimento-anjo em startups (Como foi sua participação nas operações, se deu como investidor ou empresa investida e quantas operações participou)?	
1	Eu participei, considerando as diretas e indiretas foram 40 empresas e as que eu investi diretamente que eu estava envolvido como investidor e como parte do board foram vinte uma no total.
2	A gente participou de duas operações onde uma dessas duas operações foi uma operação dupla onde entraram mais de um fundo e investidores.
3	Basicamente como apoio, representando os investidores digamos assim. E mais ou menos 20 operações até o dia de hoje.
4	Minha experiência se deu como empreendedor. Eu participei de duas operações. A primeira foi com a aceleradora e agora, com a segunda participação diretamente com investidores anjos.
5	Até agora, só participei como investido, nunca fiz o investimento em startup, minha experiência era de leitura artigos em blogs, pouco de conhecimento por eu vir da área financeira, outros tipos de operações de compra e venda e avaliações de empresa. Eu tinha feito minha pós graduação no tema de <i>valuation</i> , já tinha um conhecimento sobre isso, mas a parte jurídica, eu conheci na prática quando estávamos passando por um processo de investimento que eu corri mais atrás que tem que ler, ir mais atrás.
6	Eu participei de duas operações, uma como investidor de uma aceleradora e a outra como investido numa empresa que se chama (NOME DA EMPRESA).
7	Eu participei como investidor, e muitas vezes, como mentor e me tornando investidor. Como investida, não, não tive ainda uma startup como empreendedor recebendo investimento nesse momento.
8	Na verdade, eu participei com uma startup, agora estamos empreendendo novamente. Mas, na primeira startup tivemos uma experiência como investida, nós tivemos um investimento anjo e também, uma aceleradora.
9	Eu comecei antes de ser startup eu fundei duas empresas de tecnologia, a primeira em 1995 e a segunda em 2000. Nós vendemos. Então, eu fui um dos fundadores dessa (NOME DA ACELERADORA) em 2003 e de lá para cá já investimos em 40 startups.
10	Eu participo mais como investidor desde 2012, 5 anos de trabalho. Participei cerca de 20 operações de investimento, são vários casos e diferentes situações e muito aprendizado.
11	Eu participei em operações até o momento como investida, a gente participou de uma operação até o momento, e estamos caminhando para a segunda. E, esse foi o meu processo na relação de investimentos, empresas e startups.

12	Dentro do mundo de startups eu tenho participado da parte de investimentos a gente fez um investimento com a (NOME DA INSTITUIÇÃO) nessa rodada de startup que teve. Foi nossa primeira ação. Mas, dentro da organização, a gente está lançando agora em janeiro um programa para startup. Onde vamos fazer não um processo de aceleração, mas, vamos pegar ideias e auxiliar esses empreendedores a colocar em prática.
----	--

Pergunta 2: Quais foram as razões e os objetivos que o levaram a participar de uma operação de investimento-anjo?	
1	Interesse de retorno financeiro, obviamente, mas também interesse em ajudar os empreendimentos a crescerem, dar a minha contribuição para poder desenvolver aqueles empreendimentos. Meu perfil nunca foi estritamente financeiro, de olhar números financeiros, ver a possibilidade de retorno e ponto final e, sim, o investimento como e todo e qualquer anjo, a maioria deles, uma pessoa um pouco mais apaixonada pelo empreendedorismo e pelo projeto em si, óbvio que querendo um retorno financeiro.
2	Na primeira operação nós queríamos tirar a empresa do papel, então, foi um investimento realizado bem com o produto na fase de ideia, já tinha uma coisa programada, já tinha um pré MVP, mas estava bem na fase de ideias. Já na segunda operação que aconteceu após um ano e meia, dois anos da primeira, o objetivo foi ganhar tração. A gente deu o investimento financeiro bem de, investimento por um parceiro estratégico.
3	O objetivo geral é esse o nosso negócio, então a intenção é que acreditamos na lógica do investimento, desenvolvimento e apoio dos novos negócios e a participação, enfim, é o trabalho que estamos desenvolvendo dos últimos anos, de identificar novos negócios com potenciais de investimento e investir neles.
4	No primeiro momento, como foco, para poder focar no negócio e ganhar tração o mais rápido possível para poder crescer time, crescer mútuo, crescer de modo geral. E no segundo momento, também focar em crescimento, com uma estratégia muito mais agressiva, até mesmo pelo tamanho do aporte.
5	Principalmente por dois fatores, o suporte para o crescimento, mentoria, no nosso caso, o envolvimento de uma empresa de maior porte no processo de investimento e dos recursos que entram na empresa e que ajudam no crescimento.
6	A receber no sentido de acho que todo mundo que procura não somente o dinheiro, mas o famoso <i>smart money</i> que é a ajuda, conexão, networking, mentoria, aceleração que eu acho muitos empreendedores buscam e não somente dinheiro. Acho que esses são os pontos mais fortes. E, no ato de investir que outra pessoa tenha bastante experiência no investimento anjo, eu acho que o melhor caminho para investir é através de aceleradoras, com um grupo de anjos que se formam e, muitas vezes, não só aceleradoras que agrupam investidores anjos em si, os próprios investidores anjos, muitas vezes. Se juntam e fazem investimentos em empresas e mesmo startups. Eu acho que se tu vai investir é melhor com que tu invista com mais pessoas e no meu caso, a aceleradora tem esse conceito, não que

	isso seja garantia de retorno, mas acho que é o caminho mais definido, com pouco mais de segurança.
7	Bom, eu já estou envolvido com empreendedorismo há muitos anos, estou no envolvimento de empreendedorismo no Brasil desde 1993, 1992, estou envolvido com o movimento de empreendedorismo no Brasil. E, por conseguinte, sempre me envolvi com muitos empreendedores, sempre tentando, colaborar, mentorar, conectar, ajudar de alguma forma para que os negócios cresçam e evoluam mesmo antes de falarmos o termo “startup”. Na medida em que essa tendência e essas questões do mundo novo, de novas tecnologias para empreendedorismo e a tecnologia de startup e quando esse evento começou a ocorrer mais no Brasil, e com o nascimento das aceleradoras, principalmente há 21212 lá no Rio de Janeiro, através do <i>Gávea Angels</i> , eu comecei a me envolver em aceleradoras e em startups, por a mesma razão, com o objetivo de melhorar a qualidade do empreendedor, e de alguma forma, encontrar a oportunidade de alavancagem de recurso, investimento, de obter resultados. A terceira coisa seria em buscar conexões, de inovação, negócios empreendedores que pudessem se conectar com o negócio da família, que é na área de seguros.
8	Na época, já tínhamos um capital próprio e investimos esse capital próprio e acabamos ficando sem dinheiro e tivemos que buscar um outro investidor anjo e depois que a gente conseguiu com esse anjo tracionar até um ponto que já tínhamos encontrado o melhor canal de divulgação depois a gente viu legal, agora a gente viu que colocando 10 reais dá resultado, agora está na hora de captarmos mais dinheiro e aí, fazer o negócio de fato e escalar, e aí que recorremos a uma aceleradora.
9	O objetivo de participar de uma operação da aceleradora foi a questão de aprendizado, ou seja, de me manter atualizado essa onda de novidades e a segunda, não menos importante, conseguir, dar um retorno da experiência que eu adquiri ao longo dos anos para novos empreendedor. E por último, é ter retorno financeiro.
10	Entender que o mundo está mudando, assim como os negócios, e necessariamente a minha ideia era poder investir em possibilidades de novos modelos de negócio que pudessem estar gerando inovação e escala na sua forma de atuação. Além disso, estar aprendendo com novas gerações que desenvolvem que tem uma maneira diferente de pensar, negócios e que podem agregar valor para a minha caminhada.
11	Uma startup invariavelmente começa mais com questões relacionadas ao trabalho e não tem necessariamente os recursos que ela necessita para escalar e tornar o negócio. Então, acredito que é baseado em um tripé, sendo baseado na equipe, no produto e/ou projeto, e questão do investimento para que ele possua robustez para esse movimento. Então, tem essa necessidade que é intrínseca para o desenvolvimento do negócio.
12	Eu já tenho um olho bem clínico para isso. Faço um processo de mentoria para startups e sou convidada para participar de banca avaliativa de startup. Eu já tenho uma vivência com esse mundo. Mas, como essa organização, da qual a gente fez esse primeiro investimento, 50% dela é do meu pai ainda, e ele, tem uma visão mais conservadora. Então, por isso a nossa demora em investir nesse mercado de startups. Houve o processo de amadurecimento dele em conhecer um pouco desse mercado. Para mim, já

é uma coisa normal, para ele ainda muito novo.
--

Pergunta 3: Qual o instrumento jurídico utilizado na operação (Aquisição de Participação Societária, formação de uma sociedade em conta de participação, contrato de participação, mútuo conversível ou outros)?

1	<p>Em todas elas foram sociedade em conta de participação sendo que no primeiro momento, na verdade são três fases, a primeira fase eu faço um termo de investimento, não chamando de nenhum nome societário específico, simplesmente como um termo de investimento onde ali distribui deveres e obrigações para cada lado e coloca que a partir de determinado momento, e eu, enquanto investidor poderia escolher aquele momento, eu forçaria, eu exigiria, que a empresa se convertesse numa limitada, desculpa, que eu entrasse na limitada, SA e fizesse uma SA, nesse termo, a gente iria fazer a transferência do dinheiro e geralmente, a empresa ainda bem no começo onde não tem muita estrutura e nem nada como é normal, não exigiria de mim uma formalização mais completa até porque o negócio iria facilitar vamos dizer. Já no segundo momento, quando eu iria exercer o direito societário e como eu falei do primeiro contato com o termo de investimento para eu escolher para onde eu queria direcionar, para qual o tipo societário que eu gostaria de direcionar, em todas as empresas que eu me envolvi eu fiz SCP, para mim o melhor instrumento e que garante a operação dos empreendedores e investidores. Num terceiro momento, quando a empresa tomasse corpo um pouco maior, fosse através de novos aquisidores (sic) ou um crescimento no mercado, aí eu convertia, ou a empresa como um todo convertíamos a empresa para SA. Certamente é uma proteção, eu diria, maior que a SCP e talvez, a mesma coisa, só que ela é mais, conhecida. Ela é mais fácil de ser trabalhada porque é mais conhecida pelo judiciário. Então com isso, transformávamos a limitada em SA e a SCP perderia sentido porque transformava em ações.</p>
2	<p>Bom, na primeira operação, nós tivemos dois mútuos conversíveis separados, um para os investidores e outro para o grupo de investimento, onde logo após a assinatura do mútuo por uma questão de estratégia do próprio investidor ele já fez a conversão. Então, foi coisa de um mês depois. Já na segunda operação, também foi um mútuo. Na verdade nessas duas operações, geraram três mútuos onde só um deles foi convertido mesmo, os outros dois, ainda estão no prazo de apreciação, digamos assim.</p>
3	<p>Quase todos os instrumentos foram o mútuo conversível, na verdade começamos na primeira tentativa há cinco anos atrás, chegamos a utilizar o modelo de opção de compras, mas, não chegou a ser formalizado com ele, nós fortalecemos a participação e foi feito mútuo conversível e é o instrumento que temos utilizado desde então.</p>
4	<p>Acho que ambas foram mútuo conversível, já com foco em conversões e ações, mas é mútuo conversível.</p>
5	<p>Mútuo conversível em participação.</p>
6	<p>Foi com mútuo conversível.</p>
7	<p>No momento de algumas operações que eu participei pelo <i>Gávea Angels</i> o mútuo conversível foi o mais utilizado. Mas, das investidas que eu fiz, no</p>

	âmbito de aceleradoras, através da 21212, por exemplo, entrei de sócio, uma exigência da aceleradora, seria entrar de sócio, elas exigiam que as empresas já fossem SA, já entrei direto como sócio da Sociedade Anônima.
8	Foi o mútuo conversível.
9	Hoje, o grupo de investidores está numa holding, numa SA que usa o mútuo conversível para investir na startup.
10	Mútuo conversível todas as operações que a gente trabalhou foi complementada pelo mútuo conversível.
11	Mútuo conversível que é aplicado com alguns gatilhos de conversão, que no nosso caso foram aplicados 3 gatilhos, índice de aporte, quando chegar ao volume do aporte X, quando também tem tempo, quando são isoladas todas as questões uma da outra. Mas, tem essa questão do momento de conversão do mútuo e, um dos principais aspectos que se faz necessário isso, é os investidores acabam tendo uma faixa de recursos que tiraria a empresa do simples desde o início. Então, as questões tributárias para não onerar a própria empresa com o ingresso dos sócios é uma questão que se faz o mútuo conversível e algumas proporções conseguir proteger o próprio investidor em relações e transições na empresa.
12	Nós utilizamos uma sociedade em conta de participação para agrupar os investidores que utiliza o mútuo conversível para investir na startup.

Pergunta 4: Quais razões o levaram a utilizar este instrumento jurídico?

1	<p>Por uma questão de segurança de investimento. Eu diria que segurança de investimento, porque apesar de existirem algumas seguranças para o sócio minoritário da limitada, sabemos que o judiciário, muitas vezes, embola nos conceitos e retira as proteções do minoritário na limitada, mesmo não tendo poder de gestão nem nada, e além disso, a receita federal também, esquece dessas proteções e acaba envolvendo o patrimônio pessoal com o empresarial de uma maneira muito fácil. E no mundo do direito civil é um pouco mais difícil, mas não, faz a desconsideração da personalidade jurídica e num mundo trabalhista e tributário, dependendo o estado, como nesse caso o Espírito Santo é muito fácil fazer a desconsideração da personalidade jurídica carregando todos os minoritários e os majoritários para pagar por uma dívida que não deveria ser colocado como para todos da empresa. Por conta de todos esses eventuais riscos judiciais, e não jurídicos de uma limitada, me parece que precisava de uma proteção. Com isso, a SA dá essas proteções, só que ela tem um conjunto burocrático que não é tão grande, seu custo não é tão elevado, mas é um conhecimento específico, que não é tão corriqueiro e aí você têm um empreendedor que precisa focar 200% do tempo dele em desenvolver um melhor produto e vender da melhor maneira e tem que tirar esse cara para seguir toda a estrutura e o passo a passo relacionado a uma SA, por mais que entre no automático e depois, em primeiro momento pode dar uma dor de cabeça maior. E para startups qualquer diferença de valor de contador que seja, para um ou dois salários mínimos já conta muito para a experiência do empreendedor. Então, acredito que a SA de cara para o investimento anjo para uma empresa pequena não é a melhor opção. A limitada tinha seus riscos quanto ao envolvimento judicial e sobrava um instrumento como um</p>
---	--

	<p>todo, conversível acho que perde o propósito dela usar como um investimento, quando deveria ser um investimento direto. Acabei nunca usando também porque usar a nota conversível é jogar um peso no empreendedor, peso esse, que ele não pode suportar também, como se fosse, ele dormir um mês antes de acabar o termo, o prazo do pagamento e ele não sabe se ele sai para vender ou se desespera sabendo que tem uma dívida para pagar, sendo que não teve tempo suficiente para pagar aquela dívida como para fazer a empresa crescer. Então, eu acho que, é um peso muito grande contra o empreendedor acho que não se encaixa e acho que, desvirtua o cenário do investimento. A SA dá o grau de autoridade para o empreendedor que é o sócio que vai poder ter todo o controle da empresa, enfim, vai ter aquela sobrecarga de interferências, digamos analogamente, como um conselho externo consultivo que não direciona a empresa para nada. E por outro lado, existe uma proteção para o investidor, muito grande, onde o comparativo que eu faço é que a SCP transformasse a limitada numa SA, em que você separa as entidades, quem é investidor e quem é sócio, quais as responsabilidades de cada um, com isso, todo mundo sabe o seu lugar, tem suas proteções e tem seus riscos devidamente calculados. E é, como de fato é, um investimento direto, porque essa é a minha maior crítica para a nota conversiva, se eu utilizar a nota conversiva para investimento.</p>
2	<p>Eu acho que o principal assim, da escolha desse tipo de instrumento foi, que a gente participou de um projeto de pré aceleração antes da primeira rodada e nesse processo de aceleração ficamos sabendo de algumas maneiras de fazermos esse investimento, onde uma delas era o mútuo. Na época era fazer o mútuo ou já entrar direto como investidor, entrar no quadro societário, não me lembro se nos deram outra opção. Então, por opção nossa e do investidor, nós acabamos optando pelo mútuo por dar uma segurança um pouco maior pro investidor poder entrar no investimento de risco e numa segurança um pouco maior se precisar sair. Então, quando surgiu a segunda oportunidade, como na primeira já tinha dado bastante certo, nós, optamos por seguir o mesmo caminho. Foi mais ou menos essa história dessas duas rodadas.</p>
3	<p>Orientação jurídica basicamente, sendo mais adequado para o modelo que estávamos buscando. E esse embasamento por ser o instrumento mais utilizado pelo mercado.</p>
4	<p>Na verdade, em nenhuma das duas vezes, foi escolha do empreendedor, foi o instrumento usado pelos próprios investidores, acredito que por trabalhar com startups e empresa de alto risco, por você trabalhar dessa forma, onde o retorno sobre o investimento não é garantido, existe um risco alto, onde você pode perder esse investimento, os investidores não querem ter sua participação vinculada a empresa, estar dentro do CNPJ dela, por questões trabalhistas do Brasil e questões legais de um modo geral, enfim, como a ideia é você arriscar, você ter coisas que ninguém pensou você pode ter que a empresa não dando certo e você fica com, se a empresa tiver alguma dívida trabalhista, os investidores ficam presos dessa forma, acho que isso é a tensão de eles usarem esses instrumentos em si.</p>

5	Principalmente por dois fatores, o suporte para o crescimento, mentoria, no nosso caso, o envolvimento de uma empresa de maior porte no processo de investimento e dos recursos que entram na empresa e que ajudam no crescimento.
6	Eu acho que é uma forma de quem investe dar um tempo para que seu investimento mature, ou se desenvolva e a pessoa tenha tempo de avaliar se a pessoa quer continuar ou não. Eu acho que é uma forma de dar esse tempo para o investidor avaliar e também tempo para o próprio empreendedor desenvolver o seu negócio.
7	Olha, não foi uma razão muito específica, foi muito mais uma orientação, um modelo, como se tornava naquele momento viável, no modelo de investimento anjo do <i>Gávea Angles</i> , que é basicamente um grupo de anjos que se reúne, definem um líder para fazer a negociação com o empreendedor, manter as relações com o empreendedor e, os demais, acompanham através de relatórios e/ou reuniões o trabalho que esse líder foi designado a fazer. Então, o mútuo conversível, acabou sendo o modelo que foi proposto, te confesso que eu não me debrucei muito sobre se era o melhor ou não. Eu fui muito pela orientação do grupo de sugerir esse modelo.
8	Na verdade, o que tínhamos de conhecimento na época, foi até antes dessa nova lei do investimento anjo e, acredito que era o instrumento mais comum que se ouvia e se acreditava quando falávamos com outras empresas, quando a gente conversou, tanto com a aceleradora, tanto com as investidas, era o instrumento mais comum que se usava e por isso, acabamos adotando.
9	Acho que basicamente por exclusão dos outros, ou seja, em caso particular o contrato de participações. Para nós, a gente tinha menos problema de, a aceleradora em si ela é uma organização sem fins lucrativos, então, eu justificaria o uso dela com o fato suspensivo de um processo desses.
10	Primeira razão é que o investimento anjo é um investimento de risco e por ser um investimento de risco tem um tempo de teste de aprendizado, adequação de modelo de negócio o que faz com que eu não fique atrelado diretamente ao empreendimento sem ter o conhecimento prévio da postura dos empreendedores, enfim, é no caminho que vamos aprendendo como eles se comportam e não na fase de investimento. Então, o mútuo conversível te permite fazer isso, ter um tempo antes de se vincular aos empreendedores tu ter um vínculo parcial para entender o funcionamento das atividades empreendedoras deles para não colocar em risco um não possível conhecimento já no primeiro momento.
11	Idem resposta anterior que foi: Mútuo conversível que é aplicado com alguns gatilhos de conversão, que no nosso caso foram aplicados 3 gatilhos, índice de aporte, quando chegar ao volume do aporte X, quando também tem tempo, quando são isoladas todas as questões uma da outra. Mas, tem essa questão do momento de conversão do mútuo e, um dos principais aspectos que se faz necessário isso, é os investidores acabam tendo uma faixa de recursos que tiraria a empresa do simples desde o início. Então, as questões tributárias para não onerar a própria empresa com o ingresso dos sócios é uma questão que se faz o mútuo conversível e algumas proporções conseguir proteger o próprio investidor em relações e transições na empresa.

12	Se bateu muito na questão de segurança. São quase grande maioria pessoas jurídicas, a minoria pessoa físicas. Então, se bateu muito, e foi um dos quesitos que levantamos era a questão da segurança. A gente não queria participar de um negócio incerto assumindo todos aqueles riscos daquele negócio não dar certo ou vir a assumir problemas financeiros e trazer isso para dentro das empresas que estamos constituídos, das que temos solidez. Então, o grande motivo foi proteção desse grupo de investimentos.
----	---

Pergunta 5: Na sua experiência, quais são os principais riscos jurídicos assumidos durante uma operação de investimento-anjo pelo:

A) Pelo Investidor-anjo?

1	Um risco óbvio de maneira geral, é o financeiro, de perder 100% do dinheiro. Acredito que essa pergunta é bem pertinente, porque quando você fala de investidor anjo e no conceito geral de investidor anjo, o papel daquele cara é tentar elevar a empresa, fazer a empresa crescer, sabendo de todos os riscos que, se aquela ajuda não for suficiente, aquela empresa vai quebrar e o sujeito vai perder todo o investimento, essa é a função do investimento anjo de ajudar a empresa a alavancar e cobrir aqueles momentos iniciais de descoberta empresarial e do negócio em si. Diferentemente de ser um empréstimo de alguém, um amigo que vai ajudar e se desenvolver e caso, a empresa quebrar me paga aqui de volta que eu quero reduzir meu prejuízo. Então, no caso do investimento, a parte financeira, obviamente, é o principal risco que o investidor tende a correr. Do ponto de vista jurídico, eu acredito que o risco corrido é que existe um desconhecimento muito grande do direito em si, as pessoas acabam acreditando muito no empreendedor, na empresa e que nada vai dar errado, está tudo em casa, tudo bem e por conta disso, não se preocupam das melhores formas jurídicas. Até mesmo dentro da advocacia acredito que falte um pouco de pró atividade em achar novas soluções que sejam interessantes para todo mundo, sendo seguras para todo mundo. Acaba que o risco jurídico, acredito que seja mais pelo desconhecimento, e acaba que faz um investimento direto, faz um investimento de uma limitada, coloca o nome lá, assina uma nota conversiva, faz uma opção de compra, que para mim é completamente errado em termo de investimento. Enfim, acaba que o risco jurídico é o desconhecimento que se tem pelas coisas. É como se ele fosse pela rota errada, por exemplo, faz um investimento direto em uma limitada, ou seja, faz uma nota conversível vira sócio no momento da conversão. Tem o risco trabalhista, obviamente, tem o risco tributário, certamente, tem o risco da operação, assim como, todo o negócio. Imagina que você fez uma operação direta com um produto físico, mas o produto físico, caiu, machucou alguém, ou sei lá, caiu, quebrou e o investidor está numa certa maneira está envolvido, ele casa esse risco, caso esse risco, possa superar a empresa. E se tiver, as cláusulas, desconsideração da personalidade jurídica, como eu falei, acontece muitas vezes. Fora isso, ele tem alguns riscos, como tributários, no sentido de pagar o tributo e pagar dívidas tributárias e pode escolher o instrumento errado e acabar tendo que pagar um imposto de renda com o ganho muito acima do esperado, também pode ocorrer. Isso faz parte do desconhecimento jurídico também.
---	---

2	<p>Eu acho que a perda financeira é o principal. Até não sei se teria outro problema assim, porque entra o capital de risco, no nosso caso, na primeira rodada foi de bastante risco porque era tudo gente nova, entrando num mercado novo, produto novo. Eu acho que a chance de perder todo o montante investido era muito grande para esses investidores, por isso o financeiro é o que pega mais. Até porque eu vejo pelas nossas operações, eu vejo que nenhum investidor estava com dinheiro sobrando, todos eles querendo fazer um investimento de risco, mas não eram pessoas extremamente ricas e acostumadas a fazerem esse tipo de investimento. Eram pessoas que estavam tentando começar a entrar e com o dinheiro contadinho, digamos assim. Eles tinham e tem bastante medo de que essas operações, mesmo hoje estar com a base um pouco mais sólida de perder tudo que foi investido lá atrás.</p>
3	<p>Na minha visão, o principal risco que a gente tenta minimizar é a própria, que o contrato pare de pé, ou seja, na hora que for converter a participação e executar o resultado seja ele qual for, o contrato em si, seja suficientemente robusto para segurar a operação. Eu entendo que esse seja o principal risco, dê o amparo para a negociação que está sendo feita, para mim esse é o principal item.</p>
4	<p>Depende como o contrato é elaborado, enfim, existem muitos riscos, inclusive, do tipo de contrato de você ter que pagar esse muto corrigido, ter todas as correções de juros e qualquer tipo de multa que venha a ser aplicada. Isso depende da formatação. Por outro lado, tem o risco do negócio não dar certo e você vir a perder todos os seus ativos, tudo que você construiu com a startup e perder para esses investidores, porque é uma das cláusulas de direitos deles. Tem riscos no sentido de propriedade intelectual, então, tudo depende da forma como foi elaborado o contrato, é óbvio, que como startup nós temos que entender que temos riscos a perder. Então, temos que abrir mão de algumas exigências e direitos para poder fazer a rodada acontecer, ou então, receber o aporte nesse modelo de mútuo conversível.</p>
5	<p>O principal risco é de insucesso do negócio, da empresa receber o aporte e não performar da forma que era esperada minimamente. Mas, eu entendo também que o investidor mensurado esse risco e diversifique o máximo possível para nos eventos de sucesso cobrir os insucessos, isso porque é uma operação financeira, porque o que ele quer é ter uma saída que supere os insucessos.</p>
6	<p>Eu acho que depois que acontece a conversão do mútuo e tu entras depois com uma sociedade e ela, principalmente, sendo uma limitada aí é onde tem maior risco, pois o patrimônio já está envolvido, falando como investidor. Esse é o maior risco na minha opinião depois da conversão. Já, antes da conversão, o maior risco é tu não acertar no investimento.</p>
7	<p>Bom, o risco, o primeiro risco, é o risco do dinheiro propriamente dito. Então, fazer uma análise adequada de quanto tem efetiva disponibilidade de um valor que você não está buscando resultado imediato, é um investimento que tu sabes que é um risco altíssimo. E na sequência, o risco maior é o risco do empreendedor, numa análise equivocada da competência, da capacidade, do valor que o empreendedor dá para esse projeto, sua dedicação, leva a perder tudo. Mais do que isso, a ideia, o conceito, uma grande ideia genial, uma grande inovação, o principal peso</p>

	para mim depois do próprio dinheiro é o empreendedor em si, é conseguir selecionar um bom empreendedor mais do que um bom projeto.
8	Na verdade, do negócio não andar, do empreendedor não ser aquilo que ele apostou, ele não conseguir trazer resultado, do mercado, se eu estou acreditando nesse mercado é porque ele é bom, acho que é mais algum concorrente engolir a startup que eu estou investindo ou o empreendedor e startup em si não performar, talvez não se dedicar como eu achei que eles fossem se dedicar para aquele projeto. Ou, o empreendedor não ser tão bom como eu achava que ele era.
9	O primeiro risco é óbvio que o dinheiro que tu investe, acho que é um risco alto e muita chance de virar zero, então, o é um valor que tu possas contar que não precise para vida dele. O segundo risco, é o velho problema de trabalhista que pode vir a vincular o patrimônio do investidor com algum problema que possa vir a ocorrer.
10	O primeiro momento o grande risco é não acertar nas pessoas que vão estar encaminhando o empreendimento, na verdade isso é um processo muito difícil de análise. Análise comportamental do empreendedor, esse é o primeiro grande risco do investidor anjo porque são as pessoas que fazem acontecer o processo e se tu tiveres uma equipe desbalanceada, um empreendedor com dificuldades comportamentais e que não faça acontecer, o empreendimento não sai do papel. Esse para mim é o principal risco, errar no empreendedor. O segundo é errar no modelo de negócio que é achar que o modelo de negócios é um modelo vencedor e quando, ele vai para o mercado não consegue se desenvolver. Se desenvolver a ponta de efetivamente se escalar. O terceiro risco que eu vejo é principalmente orientar o modelo de negócios ser pouco atrativo e aí, a incapacidade do recurso financeiro predestinado ao investimento não ser suficiente para pivotagens e para tentar reescavar de novo o negócio. Esses são os três grandes pontos importantes.
11	Pelo viés do investidor, eu acho que juridicamente, a questão da nossa legislação que se o investidor, por exemplo, ele investe 1000 reais na empresa ou se ele investe 1 milhão, ele acaba tendo o potencial de problemas ou impactos jurídicos na mesma proporção, não tendo uma salva guarda. Ah, eu tenho 0,5% ou eu tenho 50% da empresa, se acontecer um passivo jurídico imenso, e os outros sócios da empresa não tiverem recursos para a cobertura desse passivo vai acabar indo de dentro da questão financeira do sócio investidor e isso, pode acabar onerando e criando um impacto muito negativo para ele, juridicamente, a meu ver essa questão de tu não conseguir correlacionar o percentual de investimento de ação dele na empresa com algum viés negativo que possa ocorrer posterior, eu acho que é o maior problema.
12	No meu ponto de vista fica muito esse viés do que eu abordei na questão anterior. Porque tu entra para uma startup e é um negócio extremamente de alto risco, incerto e entram investidores que na sua grande maioria já tem uma estabilidade financeira. E, tu não está entrando em um negócio para assumir riscos que muitas vezes tu não vai conseguir acompanhar e suprir. Eu acho que entra muito essa questão do risco mesmo. De se proteger a ponto de não abraçar os problemas que podem vir a acontecer com esse empreendedor e com esse novo negócio que está surgindo.

Pergunta 5: B) Pela empresa investida?

1

E1: Em qual modalidade? Depende. Na modalidade do investimento direto? Ou na modalidade do investimento de débito?

P: Podes explorar as duas vertentes.

Bom, o risco jurídico imaginando um contrato de um investimento direto aonde não tem nenhuma cláusula que impõe nenhum tipo de multa, perda ao empreendedor, acho que não tem risco nenhum, tem risco moral e risco de relacionamento do cara saber que ele tem de fazer o melhor dele para fazer aquela empresa desenvolver para fazer aquele investimento justificado até porque o cara não pode ser relapso com o dinheiro dos outros. Aliás quando pega o dinheiro dos outros deve ser ainda mais sério e trabalhar bem em cima da empresa. Mas, do ponto de vista, pegou o dinheiro, recebeu, e passou do risco do investidor perder aquilo caso a empresa fale, enfim, não tem um risco financeiro muito grande, mas, do ponto de vista jurídico, o risco que ele tem é o risco de *compliance* quando ele colocar o investidor, por exemplo, que pegou o dinheiro de forma ilícita e acabou envolvendo as empresas, eu acho que tem toda essa nova legislação em relação a *compliance* e que é muito importante que as empresas estejam, os investidos estejam sempre observando, em alertas para quem é que está colocando o dinheiro e quem está utilizando esse dinheiro de maneira ilícita. Aliás, outro ponto importante de observar é que um risco que o empreendedor tem é que quando ele pega dinheiro de terceiros, de investidor, ele tem de administrar o dinheiro super bem, se ele fizer decisões negociais erradas, não tem problema nenhum, como por exemplo, o cara fez um investimento, pegou 300 mil, e o empreendedor pegou 200 mil e foi contratar uma empresa de logomarca e pagou 200 mil, é uma decisão completamente errada, estúpida, mas enfim, agiu de boa-fé, querendo melhorar a empresa, com isso não existe risco nenhum. Agora, você trabalhar o dinheiro de uma maneira errada, como por exemplo, pagou 200 mil, para fazer uma logomarca e essa empresa era da esposa do empreendedor, um familiar, aqui sim, tem um uso indevido, da má fé do empreendedor com o uso do dinheiro. Certamente, se ele não controlar bem, poderá sofrer. Do lado da nota conversível ou de qualquer nota de débito, ele tem um risco financeiro, e acredito que esse risco não é só financeiro, se ele tem uma dívida futura para pagar, esse risco fala mais da dívida em si. Uma coisa é ter uma empresa com dois anos de idade e com um faturamento e que você pode trabalhar 500 horas por dia, para você pagar e ter que vender. Outra coisa é você ter uma empresa de dois anos, que ainda tem chance de virar, mas o investidor bateu na sua porta, pediu 250, 270, 300 mil reais daqueles 150 mil que ele investiu. O risco vai além do financeiro, o risco passa a ser um prejuízo para o negócio como um todo. Do ponto de vista jurídico, acho que tem uma, incompreensão muito grande contábil de como esse dinheiro entra e sai da empresa, quais os reflexões tributários que pode causar para empresa desse dinheiro entrar na conta, imobilizar.

2	Bom eu vejo que, para a empresa é um pouco mais tranquilo porque os empreendedores que estão ali já tem uma ideia na cabeça do que pode ser feito, pelo menos no nosso caso foi assim. E acho que o principal problema pode ser algum investidor não ser o parceiro correto, eu acho que o investidor deve estar muito alinhado com os empreendedores no sentido de, um viés que já vem da empresa dele, alguma coisa assim. Às vezes, gente com empresas mais tradicionais é o que muita gente reclama no mercado.
3	Pois é, de certa forma também, eu acho que esse objetivo é mútuo e aí, também de certa forma deixar combinado em termos gerais as questões que podem ser questões mais delicadas na relação para que sejam combinadas a priori e discutidas a priori para que não precise ficar discutindo ao longo da relação.
4	Depende como o contrato é elaborado, enfim, existem muitos riscos, inclusive, do tipo de contrato de você ter que pagar esse mútuo corrigido, ter todas as correções de juros e qualquer tipo de multa que venha a ser aplicada. Isso depende da formatação. Por outro lado, tem o risco do negócio não dar certo e você vir a perder todos os seus ativos, tudo que você construiu com a startup e perder para esses investidores, porque é uma das cláusulas de direitos deles. Tem riscos no sentido de propriedade intelectual, então, tudo depende da forma como foi elaborado o contrato, é óbvio, que como startup nós temos que entender que temos riscos a perder. Então, temos que abrir mão de algumas exigências e direitos para poder fazer a rodada acontecer, ou então, receber o aporte nesse modelo de mútuo conversível.
5	Sobre o viés da empresa é mesmo risco de não conseguir crescer e escalar da forma que é esperada contratualmente, e ser interpretado com algum descumprimento de algo que poderia ter sido feito e, que arque com a devolução dos valores e com alguma multa ou algo do tipo.
6	Eu acho que o maior risco para quem recebe o investimento é o fator do investidor querer o seu dinheiro de volta na metade do processo, ou mesmo, depois do processo por considerar que algumas das cláusulas subjetivas não foram atingidas. Eu digo subjetivas, pois, por mais que assine o contrato, por mais que se fale empreendedorismo sempre há um percentual de subjetividade que é aquilo que o investidor espera de investimento, passos que precisa ver. E as vezes, o mercado, o produto, uma série de fatores, por exemplo, mudar a estratégia, fazer diferente, ou fazer da forma com que o investidor achava que deveria ser feito, e buscar uma restituição de valores. Esse para quem recebe é um dos maiores riscos porque, às vezes é muito difícil essa restituição há longo prazo e sai perdendo.
7	Cara, me colocando na cadeira de empreendedor, muda a cabeça da pessoa, mas eu considero que também selecionar um bom investidor que seja uma espécie de “ <i>Smart Money</i> ”, mais do que o dinheiro, selecionar um investidor que possa abrir portas representa muito mais do que o dinheiro que ele possa colocar. Um investidor que traga inteligência, conexão, networking, expertise, negócios. Então, o risco também está aqui. Pegar um investidor que não tenha noção, que fica cobrando coisas que não faça nenhum sentido, que quer saber quanto de retorno que vai dar o investimento dele, que não sabe que negócio é esse, está desinformado,

	essa incomodação de lidar com o investidor despreparado. Como muitos, com dinheiro, porém, sem a mínima noção do que é investir em startup. É claro, e o risco de não atender as expectativas, de não conseguir entregar, de gastar mal o dinheiro, de saber que aquele dinheiro é carimbado e não saber efetivamente usar o dinheiro naquilo que foi proposto, como uma má gestão, digamos assim.
8	Como investida, eu acho que é o quanto o anjo, é o quanto ele vai se envolver no meu negócio, quanto de fato ele vai exigir do meu tempo para prestar contas, isso é uma das preocupações. Outra é se ele é um <i>Smart Money</i> , como ele irá me ajudar, se ele vai fazer isso como se comprometeu. Então, de fato faça. Ele não cumprir com os aportes, caso esses aportes sejam baseados em metas. Ou colocar umas metas muito altas, sempre tem essa preocupação. Basicamente são essas.
9	Acho que tem dois riscos. O primeiro risco é que tu vive muito pouco, parece que as coisas ficam mais fáceis e aí, tu esqueces como é viver com pouco dinheiro e tu não consigas a se adaptar novamente. Ou seja, uma falsa aceleração que não tem resultado pode levar a uma quebra que não aconteceria se ele estivesse em um crescimento mais gradativo, mais orgânico. Então, é um risco que alguns investidores têm porque como eles investem em muitas empresas, é melhor ter uma que dê muito certo do que várias medianas. Esse é um risco, não quer dizer que seja bom ou ruim. O outro risco é óbvio que depende da qualidade do investidor, se uma influência não muito boa pode causar conflitos de cultura, de tomadas de decisão, desgaste, então, o perfil do investidor, o quanto ele conhece desse ecossistema é muito relevante. Uma dinâmica de diversos modelos de negócio pode realmente não entender de forma alguma e criar um conflito e criar uma barreira para qualquer tomada de decisão. Existem muitos investidores deslumbrados com toda a startup, achando que pode dar certo.
10	Pelo viés da empresa eu vejo inúmeros riscos. O primeiro risco que eu vejo é que o dinheiro anjo não é suficiente para muitas vezes escalar o negócio e o plano de escala é maior do que o dinheiro plotado e isso é um grande <i>trade-off</i> , é um grande problema para o empreendedor, ele tenta moldar o plano dele, a quantidade de dinheiro que está entrando e isso, é um baita risco, um grande risco. O segundo grande problema é o investidor anjo é não agrega valor efetivo que tem uma ideia de <i>smart money</i> , o que é prometido, nem sempre acontece. O <i>smart money</i> não acompanha o investimento financeiro e acaba tendo muitas promessas e poucas entregas. E um terceiro ponto, geralmente é o investimento anjo se dar de forma coligada por aceleradoras e grupos de investidores, prometem mentoria e muitas vezes, essas mentorias não agregam valor necessário para que seja conectado ao plano de trabalho de tracionamento do empreendimento. E, as mentorias acabam tendo baixo valor para o empreendedor.
E 11	A empresa que recebe o investimento o risco, ela acaba saindo um pouco mais da área de risco que ela teria, porque ela está colocando recursos para começar a escalar. Eu acho que os riscos relacionados à captação de recursos são mais na questão do desenvolvimento do negócio, de onde tu capta o recurso, qual será o nível de interação da fonte desse recurso com a empresa, se ele vai onerar a empresa, ou ajudar a empresa. Eu acho que seriam mais questões de risco no desenvolvimento do negócio,

	questão de <i>equity</i> acionário. Porque um risco que eu vejo, é que primeiro os aportes assim, bem iniciais a empresa já perca um volume muito grande no negócio, e daí, quando se estruturar, e daí, em um segundo, terceiro, quarto momento isso vai criando uma dissolução muito grande e o empresário vai perder percentual do negócio.
E12	Dependendo da modalidade e no viés da empresa que recebe, às vezes, ela acaba tendo o seu capital tão pulverizado que acaba não sendo tão vantajoso assim. E, a uma questão de relação em questão de governança dessa startup porque eu participo de alguns casos, em que eu acompanho, em que o investidor ele não tem e não sabe os limites de ser um investidor. Ele acaba querendo atuar no negócio e acaba querendo fazer um papel que não é dele, interferindo no dia a dia do negócio. Para startup, isso tem pessoas que contribuem muito, mas muitas vezes é ruim, principalmente, quando o investidor não tem afinidade com o negócio, sendo para ele somente uma relação econômica. Então, o maior risco para startup é essa pulverização do capital e, muitas vezes, não podendo agregar capital, mais capital intelectual.

Pergunta 5: C) Pelos sócios/fundadores da empresa investida?	
1	A única coisa que pro sócio que eu penso, além do jurídico, por que o jurídico acaba assumindo como pessoa física esse debito que o empreendedor coloca como responsável pelo pagamento pela empresa. Mas, eu acho que tem uma questão de longo prazo como empreendedor, como melhor ele tratar o dinheiro dos outros, mais fácil vai ser ele de longo prazo nesse mundo do empreendedorismo. O que eu quero dizer, é que se ele tratar esse dinheiro da maneira errada, um outro investimento, a notícia rola, outras pessoas acabam conhecendo, e daí o nome que acaba sujando, é mais o risco pessoal do modo como o empreendedor acaba assumindo.
2	Uma boa pergunta. Eu acho que vai muito aliado com o risco da empresa nesse caso, porque o fundador querendo ou não, nos primeiros anos ele é a empresa, ele respira aquilo ali. Quando tem um investidor que não está alinhado com os fundadores acho que causa o mesmo impacto dele não estar alinhado com o viés da empresa. Acho que está muito perto, tem um pouco de diferença, no nosso caso, inclusive, um dos investidores é família, então, faz parte da família e acaba gerando uma pressão pessoal que acaba diferenciando do risco para a empresa.
3	Cara, eu acho que são os mesmos, quando eu digo aí da empresa eu estou falando, colocando muito na ótica dos sócios, eu entendo eles muito próximos, como se fosse um ente só praticamente.
4	Nesse momento de startup todo o risco que é do negócio, é dos empreendedores, então, você está construindo um produto, um ano, dois anos e você pode perder em meses, dependendo como você acordou o mútuo. Mas, tem a questão de <i>lockup</i> que te obriga o empreendedor a se dedicar <i>full time</i> , não enxergo que isso seja uma coisa ruim, mas dependendo do estágio que você está com sua empresa, isso vem e te bloqueia de desistir da ideia e partir para uma outra ideia. Então, tem que estar muito certo de que fazer uma captação com um modelo, isso não é

	<p>uma questão do mútuo exclusivamente, é uma questão de qualquer contato ele tem isso. Então, o mútuo é importante para ambas as partes, para não obrigar uma startup a criar uma SA, os cargos que geraria para uma startup seria grande o suficiente, e que não era necessário naquele momento, e para o lado do investidor a mesma forma, não precisar estar numa limitada, dentro de um quadro social de uma empresa, do qual ele não tem participação ativa. Ou seja, ele deixa a execução na mão dos empreendedores e isso pode lá na frente causar um tipo de problema.</p>
5	<p>Envolver o patrimônio pessoal nessa cobrança de devolução de valores e se não tivesse risco seria muito tranquilo, não precisaria ficar discutindo a questão financeira.</p>
6	<p>Eu acho que é a mesma coisa. Esse é o ponto. Repetindo: Eu acho que o maior risco para quem recebe o investimento é o fator do investidor querer o seu dinheiro de volta na metade do processo, ou mesmo, depois do processo por considerar que algumas das cláusulas subjetivas não foram atingidas. Eu digo subjetivas, pois, por mais que assine o contrato, por mais que se fale empreendedorismo sempre há um percentual de subjetividade que é aquilo que o investidor espera de investimento, passos que precisa ver. E as vezes, o mercado, o produto, uma série de fatores, por exemplo, mudar a estratégia, fazer diferente, ou fazer da forma com que o investidor achava que deveria ser feito, e buscar uma restituição de valores. Esse para quem recebe é um dos maiores riscos porque, às vezes é muito difícil essa restituição há longo prazo e sai perdendo.</p>
7	<p>Acho que é muito semelhante com o viés do empreendedor. Um risco de um relacionamento, de estar mau combinado, das coisas não terem ficado clara, das expectativas de cada um, as responsabilidades de cada um. Corre sempre esse risco, de ter, um descompasso de sócio na visão de negócios e isso gerar um estresse, uma perda de tempo de ficar ajustando, e uma dissolução de sociedade. Isso é um risco, sem dúvidas.</p>
8	<p>Acho que o que eu experienciei até hoje, são os mesmos casos da empresa investida.</p>
9	<p>Acho que é a mesma coisa que eu falei na resposta anterior. Para mim é a mesma coisa, problema de cultura, na tomada de decisão. Tem um problema a mais que pode não ser o sócio com o perfil correto para determinada empresa, ou seja, quem acha que vai descansar por dinheiro, pode ter uma grande decepção. E as vezes, o cara não tem emocional para suportar a empresa no lírio, no tamanho, na visão que o investidor está entrando, e aí tem de mudar de sócios. Nós já passamos por isso. Com isso, tem um risco também para os sócios. E realmente, a combinação inicial e a estrutura inicial não é aquela que vai dar conta do recado depois de uma rodada de investimento mais pesada.</p>
10	<p>Seriam os mesmos riscos que eu citei acima. E aí, tem o risco maior que é perder a autonomia, dependendo do contrato que é feito e perder, principalmente, a excitação do negócio. Porque quando se perde a autonomia, pode estar matando o negócio no seu início.</p>

11	Eu acho que se confunde muito nesse primeiro momento, o que é empresa, essa dissolução vai acontecendo no momento que vai haver uma dissolução maior no negócio, mas eu acho que seria essa questão de separar bem as coisas, ver o que é empresa, ver o que são os sócios da empresa, as atribuições deles, eu acho que seria mais nesse segmento mesmo.
12	Eu acho que respondi a pergunta. Pelo viés do sócios seria basicamente a resposta da anterior, pulverização, perda de controle, acho que seria mais nesse intuito. E, também, uma coisa que tenho visto muito, a falta de profissionalização dos empreendedores da startup no momento da prestação de contas para o grupo de investimentos. Há um despreparo, muito comum isso, mas há um desconforto, muitas vezes por parte desses empreendedores.

Pergunta 6: Você lembra as principais cláusulas de proteção às partes existentes no contrato?

1	<p>Depende muito do momento da empresa, da investida, geralmente, para o investidor, no momento inicial, eu falo do investidor o anjo, nós colocamos a necessidade de unanimidade para fazer a venda da empresa, para qualquer modificação societária, e não maioria qualificada, seja lá o que for, e sim, por unanimidade, mesmo que seja uma SA e que não tenha todo mundo uma limitada. Nós temos, certamente o <i>tag along</i>, como uma proteção, ainda para o lado do investidor, as vezes, colocamos, aquela previsão de <i>lockup</i>, onde proibimos a saída do principal ou dos principais fundadores da empresa, ainda, nunca fiz <i>cliff</i> ou <i>vesting</i> para o investidor, o investidor não tem que se envolver com o <i>vesting</i>, muitas, caso o empreendedor saia da empresa ainda que não permitido, fazendo concorrência ou algo desleal. Tem algumas preferências no aumento de capital, enfim, teve um aumento interno de capital em uma nova rodada, colocando o investidor como preferência em adquirir novas cotas, e com um percentual de desconto, de 20% a 30% em futuro. Do lado do empreendedor, eu retiro qualquer poder, seja meu ou de outros investidores, quando estamos buscando a segunda rodada de investimento, da parte executiva da empresa, como você pode ver é bom para gente como investidor, pois retiramos, vínculo jurídico que pudesse nos dar uma responsabilidade, como em contrato de terceiros, e do lado do empreendedor, dá segurança para ele que não precisará dividir esforços da empresa. Em alguns casos, dependendo do tamanho da empresa, não colocamos o <i>tag along</i>, mas sim, o <i>drag along</i>, favorecendo os fundadores da empresa. Enfim, a cláusula para o empreendedor colocamos a cláusula de reembolso, recomposição que é a partir do momento que o empreendedor começar a colocar o dinheiro dentro da empresa, o dinheiro que ele está colocando dentro da empresa seja possível uma transformação societária, digamos que tenha 4 sócios fundadores e um investidor. O investidor colocou 50, 100 mil e um dos sócios colocou 10 mil. Para favorecer aquele empreendedor que está colocando mais esforço financeiro, existe uma cláusula que obriga que todos os outros a dividirem suas cotas com o valor estatal da empresa, relacionada com a cota que o empreendedor está colocando em grana, junto com o investidor. Obrigamos que tenha, dependendo do tamanho da empresa também, tenha um plano</p>
---	--

de *stock options*, porque acreditamos que para uma empresa crescer e ter todo o desempenho que ela precisa, já tenha que estar pré definido como que novos entrantes, novos funcionários, serão remunerados, já que a empresa possui pouca receita para pagar todos os envolvidos, e como investidor eu não quero que isso seja discutido em um ano, um ano e meio, e acaba que as minhas cotas passam a entrar nesse plano de *stock options*. Então, é interessante que desde o começo isso seja estabelecido. Nós não temos, mas uma coisa que recomendamos também é, no momento do investimento, é que veja bem, como investimos no momento bem inicial da empresa, exigimos que os empreendedores, definidos os acordos de cotistas entre eles, envolve um *Cliff e vesting* que quando conseguimos, exigimos que os próprios fundadores, sempre tem fundador que trabalha mais do que o outro, o outro que deixa um pouco mais de lado, isso acaba que pode atrapalhar no desenvolvimento da empresa. Então, para entrar na empresa e já fazemos cláusulas de cotistas e acionistas e já fazemos cláusula de vesting para todos eles. Em determinados momentos, conseguimos colocar uma multa por abandono, bem que seja questionável, do ponto de vista judicial, o sócio pode questionar e não pagar a multa, e se for um funcionário da empresa, se tiver sua cota no momento do investimento, a multa também poderá ser questionada, juridicamente, mas ainda assim, nós pedimos porque é um bom argumento negocial, um bom argumento para sentir o envolvimento das pessoas. Outra coisa também é o conselho de administração, como é o primeiro investidor, a gente sempre pede assento no conselho e que o voto seja sempre por cabeça e não por percentual, e quando chega na segunda rodada de investimento se começamos a ficar muito minoritário, nós, sedemos o espaço da cadeira para alguém, digamos assim. Mas, não colocamos uma cláusula, com data para a gente ceder, não, isso depende da nossa vontade. Direito de informação acho importante também para que a gente nunca seja tolido do acesso aos livros contábeis, ao tudo que foi trabalhado e vendido na empresa. Teve uma situação que eu pedi *pullyng agreement* que é quando exigimos, que determinadas pessoas na empresa, antes de chegar para uma decisão de conselho, aquelas duas, três pessoas tem uma decisão prévia, ou seja a decisão deles é uma só. Isso é interessante, pois, às vezes, você tem mais afinidade que um grupo numa empresa do que outro, e quando você pede o *pullyng agreement*, você pode ter um pouco mais de controle nas decisões mais sensíveis que vão para o conselho para que não fique daqui a pouco dois sócios falando uma coisa, dois outra, enfim, é para ter uma decisão pré estabelecida antes do conselho. Ou que surgir uma pessoa do conselho e que peça uma decisão conjunta e que tenha uma prazo estabelecido e que essas pessoas decidam antes. Outra cláusula antes seria o *shoot gun ou o dead lock*, cláusulas de quando você tem um problema empresarial e você não está conseguindo solucionar e você precisa achar um gatilho jurídico ou contratual para tirar a empresa daquele conflito. O que funciona bem, apesar de ser um risco, depende muito da parte estratégica, mas é o *shoot gun*, que é quando você tem uma situação de conflito, as vezes, independente do conflito, se a parte A oferecer a compra, o percentual da parte B, com valor específico, a parte B tem que vender obrigatoriamente a cota por aquele valor ou ele vai comprar as cotas do A pelo mesmo valor oferecido. É uma cláusula interessante,

	<p>porque se estão em conflitos, compro teus 50% por um milhão, ao mesmo tempo, se a outra pessoa não quiser vender, mas ela quiser comprar, sua cota, é obrigada a vender, e isso foge um pouco do risco de fazer uma oferta irrisória, compro por 200 mil o que vale 1 milhão. Se oferecer, 200 mil, o outro pode te comprar de volta por 200 mil. Outra possibilidade também seria, quando tem uma situação difícil de se solucionar, o saldo da empresa, seria uma espécie de dead lock onde você não tem saída, você judicializa a questão para que o juiz afaste todos os sócios e os controladores da empresa e bote um terceiro para fazer a execução. Isso apesar de ter previsão é meio difícil, pelo menos comigo nunca aconteceu, mas certamente é uma previsão interessante já que o executivo da empresa, mas geralmente, é interessante, junto com essa cláusula eu tenho direito enquanto investidor de escolher quem vai ser o administrador que vai assumir no lugar dos dois sócios que estão brigando. Para finalizar, existe a não diluição, da primeira rodada e alguns direitos de preferência que é interessante.</p>
2	<p>Bom os nossos contratos sempre tentaram ser bem diretos, então, como desde o começo nós tínhamos bastante confiança dos investidores, acabou sendo um contrato um pouco mais padrão. Talvez dá para destacar uma cláusula que a gente teria no nosso segundo contrato em que a gente era obrigado a entregar uma versão estável do software em seis meses, se não o investimento seria cancelado. Eu acho que essa é uma cláusula bem importante, pois, é o investidor tentando se garantir em termos da capacidade da equipe em desenvolver o software do jeito que eles queriam. Também tem que destacar o que ocorreu na segunda rodada que o software teria algumas alterações para que pudesse se adaptar ao público alvo desse investidor, já que ele não estava só investindo, mas sim, distribuindo o software. O resto das cláusulas, são padrões, onde o investidor acaba perdendo o dinheiro se caso der tudo errado, mas ele fica inibido de algum tipo de dívida que possa ficar. E até, não lembro exatamente se nos dois contratos, mas no segundo com certeza, que a empresa poderia estar fazendo, digo no sentido de cláusula de veto.</p>
3	<p>Bom, basicamente as principais cláusulas são da própria negociação do mútuo com o valor investido, classificado como mútuo. Então, eu não defini quais os valores e regras de conversão desse investimento quando ele acontecer. Para mim, esse é o ponto mais crítico e algumas cláusulas de direitos e deveres no sentido de regras a relação enquanto a operação em si não se converte numa participação societária efetiva, definindo aí algumas cláusulas de veto e algumas cláusulas de como a negociação deve ocorrer, como a relação deve ser tratada em termos de acompanhamento, prestação de contas e monitoramento entre as partes.</p>
4	<p>A principal delas foram as discussões em relação do pagamento do mútuo, de alguma forma, por estarmos falando de negócios de alto risco, está claro que o pagamento dele se dá de forma conversível em ações, e não, com o pagamento do mútuo em dinheiro. E depois, são questões de direito, conselhos, <i>drag along</i>, <i>tag along</i>, principalmente, <i>drag along</i>, acho que é uma cláusula bem sensível. As questões de <i>lockup</i>, propriedade intelectual. De novo, no meu primeiro contrato eu não tinha cláusulas tão pesadas</p>

	como no segundo momento está tendo, mas foram situações diferentes que varia de investidor para investidor, não é uma regra geral, que são muito parecidas.
5	As principais cláusulas eram o não envio de informações, descumprimento no envio de informações referente ao andamento da empresa poderia ter alguma multa, a necessidade de não tornar uma SA caso chegue nesse momento poderia ter algumas penalidades. No caso do mútuo não vir a ser convertido em participação societária está prevista a devolução do valor. Não seria nem uma multa, penalidade, mas algo previsto em contrato. A investidora optou por não entrar na sociedade e a empresa investida tem de fazer a devolução dentro de um prazo isso pode acontecer e impactar muito o caixa da empresa, caso isso aconteça. É algo que fica no contrato, é motivo de preocupação. Tem os poderes de veto para novos investimentos, poder de veto para a entrada de novos sócios, eu não lembro exatamente das regras.
6	Eu não lembro muito bem, mas eram poder de veto, <i>drag along</i> , <i>tag along</i> . O que dá um pouco mais de tranquilidade é o fato de o controle do negócio segue em sendo nas tuas mãos e mesmo que o investidor tenha uma cadeira no conselho eles vão dar poder e decisão unilateral sobre as coisas, dar voz a ele, mas ele sendo um investidor e tudo mais, ele participa, mas ainda segue sendo bem definido.
7	Esse é um ponto que a gente nunca se ateu até hoje. Se eu for olhar para isso, eu fiquei de fazer alguns negócios por causa disso. Porque do arcabouço jurídico no Brasil, até através dessas plataformas, como brota, enfim, atua num contrato que deixa na mão do empreendedor toda a decisão no final de fazer ou não fazer. É muito na confiança mesmo. Hoje, num contrato de fazer ou não fazer, o investidor ele tem de entender que o risco está em um negócio suceder ou não suceder. Se o negócio, não suceder, ele perde. Não ter muito como que o contrato amanhã seja um contrato de dívida, que vai cobrar do morto. E, o que vai adiantar eu cobrar de um morto? No contrato da 21212 SA tinham <i>tag along</i> , <i>drag along</i> e essas proteções, tinha que acompanhar o empreendedor no <i>tag along</i> .
8	Já faz um tempo que eu fiz, não lembro exatamente. Mas, <i>tag along</i> , <i>drag along</i> .
9	No nosso caso, temos uma cláusula que a empresa sempre exige que é uma quantia, um valor simbólico para poder ejetar se a empresa não está bem, a gente sempre tem a filosofia que perder o dinheiro que a gente investiu faz parte do jogo, e a gente não quer ir além disso. Então, essa é a principal. Cláusulas de <i>non compete</i> , de dedicação exclusiva, somos muito flexíveis, em muitos casos, porque o cara tem que ter uma renda ativa, ou é professor. Tento ajudar a ter liquidez para saída ou, por exemplo, preferência de venda, <i>drag along</i> . São cláusulas muito mais para lembrar o empreendedor que queremos sair um dia do que sejam cláusulas efetivas e eficientes para qualquer coisa na prática.
10	Acho que é o <i>drag</i> , a capacidade de novas rodadas sem ser diluído, ou ter um teto de lição, é um ponto bastante importante dentro do contrato de investimento. Cláusulas de participação nas decisões, cláusulas ligadas, principalmente, a possibilidade de reduzir, escalonar o investimento para reduzir risco de acordo com metas estabelecidas. Cláusulas ligadas a compromissos estabelecidos por parte do investidor e do investido, que

	regula bem o contrato de investimento e aí, fazem com que ambos tenham capacidade de, enfim, cobrar, cobrar por aquilo que foi pré-orientado como valor para ambos. Tinham também poder de veto (tu vetar coisas que podem prejudicar a companhia, como por exemplo, estabelecer padrões como salários, valores de salários a serem contratos, ou seja, colocar limites na capacidade de gestão e ter uma rotina de acompanhamento na gestão financeira e administrativa acho que são casos importantes. Também, <i>lockup</i> .
11	De proteção pro investidor eram as questões do mútuo conversível, como eu falei ali, para não precisar desde o início ele estar dentro do contrato social, aparecendo ali o nome dele. Porque, na verdade, essa sociedade em cota de participação, se torna isso depois, se faz um mútuo conversível, porque ele é uma espécie de uma mini S.A, é uma coisa similar, que consiga proteger bens, patrimônio, enfim, que consiga ter uma segurança para o investidor, porque não tem a menor condição de uma startup arrancar se tornando uma S.A, porque aí sim, daria as devidas proteção para o investidor. Eu acredito que seria o principal formato de proteção para ele, seria esse. Tinha cláusulas de poder de veto, <i>drag along</i> , <i>tag along</i> . Tinha cláusula que, vamos supor, de aporte de investimento, de compra da empresa, acima de tal valor, ele poderia vender, não precisaria nem nos questionar. Também, tem questões de privilégio na conta da rodada da empresa, de outras participações. Tem questões de desconto, de ser no caso, ser a primeira opção sempre de compras ou correlação com a empresa ser sempre dele, tinham essas cláusulas e inúmeras outras.
12	A cláusula de proteção era <i>tag along</i> , <i>drag along</i> , poder de veto, liberar o valor em etapas, do que estou lembrada nesse momento. Foram várias, acho que foram sete. Fizemos liberação dos valores conforme estabelecimento de metas e premissas para que fossem atingidas para liberação fracionada, porque essa liberação ocorreu totalmente fracionada. Então, a gente deu um aporte inicial e, depois, estabeleceu metas e, conforme cumpriu metas, fomos liberando o outro montante. Essa foi um dos gatilhos que a gente fez. Outra questão era sobre poder de veto. Nessa questão a gente fez um trabalho com os investidores conscientizando eles de que eles são investidores e qual era esse papel do investidor. De que, por mais que eu sou mentora de um projeto de startup, eu tenho ação e os poderes de mentoria, mas de jamais influenciar ou de querer impor algo na administração desse negócio. Então, trabalhamos em relação a maturidade do grupo para que não coubesse essa intervenção. Pois, isso era bem normal de encontrar no mercado e, isso não soma para o negócio, mais prejudica do que ajuda.

Pergunta 7: Em caso de insucesso da startup, qual era a opção adotada pelo contrato: Devolução do Valor ou outra solução?

1	Bom, isso considerando a nota conversível. Ao considerarmos devolução de valor, na verdade, como no caso aconteceu, simplesmente, acabou, acabou, aí, e o protetivo, vamos dizer, o que resta, é aquela que diz que o empreendedor voltar a trabalhar em algum momento mais a frente, a gente daria a garantia que estaria participando do negócio. Então, não é acabou hoje e depois, todos os investidores estão fora, não é assim. Como se todo
---	--

	aquele aprendizado que eles tiveram por todos os investidores envolvidos, se não tivesse mais valor nenhum. É mais acabou, acabou. Do ponto de vista de nota conversível, que eu nunca fiz, dependeria muito do que foi combinado. Eu como tenho uma visão muito mais pró empreendedor nesse investimento, eu acho que nota conversível, ela deveria, se ela está sendo utilizada como de forma de diminuir risco para o investidor, mas de fato, ele quer fazer o empreendimento direto, eu acho que no fracasso da empresa o investidor necessitaria obrigatoriamente, abrir mão do débito, na verdade, do crédito. E perdoaria o crédito que ele tem contra a empresa. Eu acho que é o melhor cenário, mas na verdade, quando o mútuo conversível foi feito de melhor maneira, como o pessoal tem feito aí, ele tem que cobrar com toda a conversão que ele colocou no contrato. Se for usura, se não foi, enfim, aí vai estar naquela.
2	Não, em nenhum dos casos tinha que devolver o valor, só não podia trazer dívida para os investidores a não ser aquele dinheiro que ele colocou. No segundo contrato tinham dois <i>check points</i> , como o investimento fora feito parcelado, o investidor poderia cancelar as parcelas futuras caso não visse a evolução do trabalho. Então, foi feito uma análise do trabalho três meses após o início e seis meses após se ele quisesse cortar as próximas parcelas ele poderia, mas também não tinha que devolver nenhum dinheiro já colocado na empresa.
3	A princípio ele prevê a devolução apenas por uma questão formal, porque o nosso entendimento é que se o negócio não dá certo, não temos que cobrar nada do empreendedor, é risco, então, é um investimento de risco, se o negócio não deu certo, não tem débito nenhum, mas como trabalhamos com o mútuo colocamos uma cláusula de retorno basicamente para manter o contrato mais robusto em termos do que é combinado.
4	Essa questão que eu falei agora a pouco, a principal questão dos nossos empreendedores é que o mútuo nunca seja pago em dinheiro a não ser pelo mau uso dele. O mau uso é utilizar como qualquer fim estranho que não seja objeto da sociedade, fora isso, o insucesso significa <i>wright off</i> do negócio, enfim, daí os investidores ficam com os ativos todos os ativos da empresa, do código fonte, tecnologia, parte de bens de consumo, base de usuários, contratos que estejam em vigor, é todos os ativos da empresa passam para os investidores.
5	No caso de insucesso a devolução do valor ou eles convertiam em participação societária ou devolveria o valor ou eles poderiam por optar em não cobrar, mas é, é critério deles, mas em princípio está prevista a cobrança.
6	Basicamente eram devolução dos valores corrigidos.
7	Não, em nenhum dos casos, devolução do valor investido. Simplesmente, dissolução da sociedade, a saída dos sócios. Até porque foi bem no início desse processo como um todo, então, não tinha um prazo definido para que as coisas acontecessem. Tinha uma proposta de trabalho que era renovada a cada semestre. Teve uma situação em que o investimento da aceleradora era um investimento que ele não desembolsava muito dinheiro para o empreendedor. Mas, sim, infraestrutura, abertura de oportunidades, capacitação, assessoria jurídica, técnica, mas pouco recurso de dinheiro efetivamente. Era o investidor que colocava o dinheiro para pagar a conta

	do empreendedor. Então, à medida que, o investidor sim, que definia algumas metas, alguns resultados ao serem alcançados. Uma vez não alcançados, eu, simplesmente interrompia meu acordo de investimento, ou pedia a retirada da sociedade. Bastando a minha parte para os outros sócios que ainda estavam na sociedade. A empresa não tinha recursos para comprar, então, eu não estando mais interessado em me envolver, a única saída que tinha era entregar a minha parte.
8	Não tinha devolução do valor, se não performasse igual eles teriam a opção ou não de converter, mas não seria necessário devolver o dinheiro. Lembro que o contrato era de dois ou três anos.
9	Não, solução é a gente perdoa a dívida e isso são problemas, pois pode vir a ter problema fiscal ainda para o empreendedor. Mas, não existe a opção de pagar para nós a dívida não, ou a gente pede para converter ou a dívida é perdoada.
10	Outro tipo de solução, geralmente, o investimento de risco não pode ser não de risco, porque a devolução do dinheiro, geralmente, acaba sendo um contrato leonino, assim. Aí, tu minimizas o risco do investidor. O que poderia acontecer no nosso processo à gente passar para frente, vender o mútuo, enfim, vender para alguém que tenha interesse no projeto ou então, simplesmente, acabar com o contrato de mútuo e perder o dinheiro investido. São as duas formas que eu vejo factíveis que eu vejo de acabar com um processo como esse, que é lógico, conversando e entrando em acordo com as partes.
11	Não havia cláusula de previsão de retorno e valor investido. Se, deu errado, e todo assume suas perdas. Era nesse segmento, com acompanhamento nas entregas, o que acontece, era uma coisa escalonada, de quais eram as atribuições do recurso, e o acompanhamento da captação desses recursos. Não era uma coisa distanciada assim, como os recursos já vinham com aplicações específicas, X vai ser para tal coisa, Y para tal coisa, então, davam um norte maior para captação dos recursos. Não ficava tão no ar, vamos pegar esse dinheiro e, não saber o que fazer com ele.
12	Eu tenho encontrado isso no mercado, não concordo. Mas, isso, encontramos no mercado, que tu faz o aporte e tu exigis no contrato a devolução. Mas, todo o investidor, ele sabe que independente do negócio que ele for fazer, uma margem de risco é uma margem de perda. Ou, de 100% do capital ou de uma parte do capital, mas sempre exige uma parte de perda. Quanto maior o risco, maior o retorno, mas corre o risco de perder 100%. A gente também trabalha isso no grupo, alguns membros queriam que se retornasse um percentual do valor investido, no caso desse insucesso. Mas, a gente conseguiu conscientizar o povo de que, em caso de perda e insucesso dessa startup se perde o valor e não volta nada.

Pergunta 8: Em que medida a possibilidade de responder por eventuais débitos da empresa investida influenciaram na forma de estruturar o investimento?

1	Olha 100%, sem dúvida, acho que se não tivesse os riscos da limitada, eu acho que a limitada seria muito mais largamente utilizada e aí, na verdade, a limitada tem vários riscos controlados, só que, como falei no começo, o judiciário, ignora isso, mas se não tivesse esse risco seria muito mais fácil,
---	---

	porque iria pelo bê á bá que é a limitada. A SCP diminui muito o risco, mas não é bê á bá, é um pouco mais elaborada.
2	Eu acho que isso era um ponto chave em todas as situações que nós passamos, ninguém dos nossos investidores teriam entrado se eles tivessem que assinar ali, eles não queriam se responsabilizar.
3	Pessoalmente eu não me preocupo muito com as questões de dívida futuras considerando que temos uma base tão inicial que ela geralmente não tem grandes dívidas, não tem grande passivo, no meu entendimento. Mas, é claro, que por ser um negócio em validação o modelo é de não ter uma participação societária nesse primeiro momento, mas é claro, os tramites de contratação de ser sócio, enfim o que isso representa. A lógica de eventuais dívidas é um item que alguns investidores do grupo consideram isso importante, mas eu, acho que isso não é o ponto mais relevante.
4	Então, exatamente por se tratar de um mútuo conversível, isso é o único contrato que rege sobre o relacionamento de duas partes, ele não é, não enxergo ele como responsabilidade de qualquer ato da empresa, débito. Eu acredito que o fato de ele não querer ser responsável influenciou para adotar esse tipo de contrato, até porque como é uma empresa que não é uma SA ainda é uma limitada.
5	Eu acho que tem seu valor de, é um dos principais motivos, pois, se ele pudesse entrar como sócio, desde o início se isso não influenciasse em nada na participação dele, não tivesse risco nenhum e isso envolve responder por uma dívida que a startup venha a assumir, assim como passivo de operação, algum risco iminente no negócio e isso possa envolver o investidor, é por isso que eles não entram na sociedade desde o início e eles optam por ficar de fora e ver o que ocorre com a startup e vê se ela se estrutura juridicamente e se ela consegue dar resultado e daí, eles entram quando ela estiver mais estruturada, acho que influencia 60 a 70% desse modelo.
6	Eu acho que como isso é uma regra fundamental do jogo, que eu acho que isso faz com que você já estruture o investimento pensando que ele gere de fato um valor, um retorno.
7	Totalmente, pois, entrar numa sociedade modelo em que houvesse algum risco na minha parte no âmbito da gestão, totalmente, não teria a mínima hipótese de eu ter entrado.
8	Nunca foi pensado na época de ter uma cláusula de ele responder sobre os débitos da empresa investida, nem foi pensado sobre isso. Mas, eu acho que estruturar como o mútuo conversível não leva isso em consideração.
9	Total, total. Essa é a principal preocupação.
10	Eu acho que é um dos fatores que está implícito na primeira fala, que se eu participo diretamente do empreendimento, sendo sócio de uma empresa que ainda está num processo de maturação, estruturação, ela não sabe nem muito bem qual é sua, está iniciando seu processo, ela não sabe se é uma limitada, se é uma empresa que tenha, enfim, seja início de operação. Responder pelas dívidas, acho que não é muito bem o conceito porque está provavelmente se tiver dívidas elas são pequenas. Agora, o que para mim é mais importante é conhecer o empreendedor e seu modo operante, que daí, o mútuo tem tudo a ver. Porque o mútuo está mutuando por três anos, e tu

	tens três anos de trabalho e rotina com essa pessoa para ver qual o tipo de empreendedor que ele é. Responder por dívidas eu acho que não é o principal porque são empresas novas, geralmente, há pouco tempo estabelecidas. E, muitas delas, sem um faturamento sistêmico, no qual, os sócios são os trabalhadores e os passíveis trabalhistas por tu teres pouco tempo de existência, não seja representativo.
11	Justamente nessa forma de segurança quanto a captação desse recurso, e porque o que acontece, se tem um risco de ter um ônus jurídico, então, a gente, adotou as formas legais que existem na nossa legislação para conseguir ser uma salva guarda e proteger tanto o investidor quanto os recursos dele da forma que era possível para se fazer, com os recursos que a gente opera no nosso país. E a gente sabe que tem estruturas muito mais simples e práticas que são aplicadas em outros lugares e não tem como a gente fazer um bat mark e fazer exatamente o que é feito lá aqui, porque a nossa legislação não permite. E isso, por sua vez, acaba sendo uma questão que dificulta muito o investimento de anjos, enfim, investimentos gerais em startups, que se torna a exemplo dos EUA que se forma bem mais simples de ser feito, de ser executado e protegida as partes.
12	Assim, essa foi uma das principais preocupações, que a gente não virasse um corresponsável das pendências ou dos problemas que essa startup pudesse interferir no tempo financeiramente. Então, nós nos atentemos muito nessa parte de contrato e esse foi um fator decisor no modelo que a gente instituiu. O investidor quer investir, ele até aceita perder, o capital dele investido, caso der um insucesso, mas ele não quer assumir problemas financeiros de um negócio que pode ser por má gestão, má controle, de medidas externas, as variáveis são muitas quando se fala de startup.

Pergunta 9: Qual foi o grau de envolvimento do investidor-anjo com o negócio após a realização da operação?

1	Foi sempre alto, pelo menos da minha parte e dos investimentos do qual eu me envolvi. O investidor anjo ele tem a paixão pelo negócio, não está olhando somente os números, mesmo não tendo número para mostrar ainda, então é, certamente é alto. Todos pedem para fazer parte do conselho e eles irão se envolver, se envolvendo bem no conselho, farão um compartilhamento de toda a parte financeira, ajudar a construir a estratégia da empresa, que aliás, é um ponto curioso porque quando o investidor não tem envolvimento jurídico, só fático, ele acaba que ele se coloca, às vezes, de uma posição de irresponsabilidade, sabe, da onde ele pode chegar e dar uma sugestão meio que absurda, com risco, sendo que contra ele, não sofreria nada. Então, eu acho que seria algo de se pensar, onde, o grau de investimento do investidor tem que ser consultivo e ponto final. E é isso que comigo acontece na maioria das vezes.
2	Nós, tivemos sorte nas duas operações. No primeiro caso, nós nos envolvemos muito com os investidores anjo ali, inclusive ficamos operando um ano dentro da empresa do investidor anjo, compartilhando escritório e compartilhando algum pedaço da parte operacional também. No segundo caso eram nossos distribuidores, e até hoje, são nossos principais distribuidores que fizeram esse investimento, então estamos em contato

	quase que diário com todos eles, desde com os que entraram há dois anos atrás até com os que entraram mais recentemente.
3	Relativamente baixo. Nós assumimos o controle de gestão e responsabilidade pelos documentos contratuais e eles, participam. No último caso, nós temos o modelo de comitê de investimento para validar essa parte contratual que nós não tínhamos até então. Até para dar uma participação maior para o investidor nesse processo. Então, parte dos investidores forma um comitê que representa os demais. Mas, fora isso, o investidor não tem acesso detalhado aos investimentos contratuais. A lógica é que o investidor possa participar de uma forma ativa, como mentor, conciliador, enfim, ao longo de todo esse processo. Alguns investidores tem uma participação um pouco mais ativa porque estão mais próximos, mas a maioria, acaba estando mais longe do dia a dia do negócio, tendo papel mais assumido por nós, como aceleradora.
4	Num primeiro momento ele foi médio para quase nada e agora tem um movimento muito alto, os novos investidores da rodada tem um envolvimento alto como mentor e não como executor.
5	O investidor em si, ele se envolve muito na questão de visão de negócio, ele tenta apoiar o máximo possível nisso. Ele tem parceiros e mentores que não são diretamente ligados a ele, mas que ele disponibiliza para isso, e esses parceiros se envolvem mais do que o próprio investidor. Mas, ele disponibiliza essa rede de contatos para apoiar.
6	Participar dos planos de trabalho nos meses posterior no fechamento do negócio.
7	Eu tive bastante investimento, era manter o cronograma de trabalho. Com isso, eu passei a acompanhar, passei a trabalhar a abertura de oportunidade de negócios. A fazer uma mentoria constante com o empreendedor, a fazer um acompanhamento semanal, toda a semana reunião.
8	Bastante, no caso do anjo ele se envolvia bastante com reuniões semanais, às vezes, quinzenais, principalmente, no começo. Depois, que o negócio começou a andar melhor, foi um pouco mais espaçado. A cada vinte dias, um mês. Mas, foi muito bom assim, nesse caso do anjo. No caso, a aceleradora, não é o mesmo feedback.
9	É que nós, temos um grupo muito grande de investidores, não posso falar do investidor, é diferente. Tem a aceleradora, mas a aceleradora não é um investidor. Alguns investidores tem um envolvimento muito maior, são mentores e tem investidores que se dedicam mais e esses, são os selecionados para serem mentores daquela startup. E aí, tem reuniões quinzenais dentro do período de 6 meses com o empreendedor. Aí, o investidor fica disponível para coisas mais pontuais, consultas pontuais, networking e para abrir portas.
10	O grau do investidor anjo ele acaba investindo pouco tempo dele na startup, ele quer um milagre, ele cobra muito e agrega pouco, até fazendo uma análise da minha caminhada e um reposicionamento da minha vida como investidor, eu acho que eu mudei toda a minha vida por isso mesmo, por eu estar investindo em poucas, mas focar nas poucas que eu for trabalhar efetivamente vai gerar diferencial, e ter um envolvimento maior. Quando o investimento anjo é um investimento coletivo, eu vejo pouca gerência, monitoramento. Eu acho que poderia ter desenvolvido

	metodologias que pudesse ter maior agregação para a startup. A questão do <i>hands on</i> é bastante importante para mim. Investidor que de alguma forma só pensa sendo estratégico, ele acaba perdendo o valor.
11	Ele teve sempre atribuições descritas, o ingresso na empresa, o lugar na empresa, o ingresso na empresa. No início, foi um pouco negligenciada, a atuação dele, mas mais pelo viés da empresa e não, pelo viés dele. Porque a empresa começou correr e tentar fazer as coisas mais rápidas possíveis, e acabou sendo algumas coisas, se julgando o melhor e mais rápido, mas a interação dele está sendo, agora nos últimos tempos para cá, está sendo, mais colocada em ação, para conseguir absorver o melhor possível, e não só da questão financeira. Porque, não foi nunca o primeiro aspecto na escolha do sócio, mas sim, a atribuição, o crescimento, o que ele poderia agregar para a empresa. E, agora, estamos buscando potencializar o máximo possível essa interação, aptidões, e a possibilidade de entrega para a utilização da empresa por parte dele.
12	A grande parte do grupo não tem <i>core business</i> para participar ativamente das startups. Nós, somos uma empresa de <i>IOT</i> , e eu tenho uma especialização em gestão, e eu, estou internalizando mais os negócios das startups. Mas, sempre respeitando a visão do empreendedor, dando algumas diretrizes. Mas, o nosso investimento, nossa interação com o grupo não é somente econômica, financeira, a gente faz o processo de mentoria atua bem constante e próximo das startups vai em evento com elas, realiza eventos juntos. Eu mesma realizei um evento da própria organização onde o assunto era <i>IOT</i> e trouxe duas para falar em público e para apresentarem suas soluções. Então, auxiliamos com networking e, a interação é bem próxima.

Pergunta 10: No seu conhecimento de operações envolvendo outras partes, é possível verificar certo padrão na realização destas operações (mesmo tipo de contrato, cláusulas parecidas e condições de negócio)?

1	Eu acho que sim, perfeito, do brasileiro e das pessoas em geral, e principalmente do brasileiro de negligenciar o lado jurídico, onde as pessoas veem o advogado como um custo desnecessário e que entra no site anjos do brasil ou em outro site que forneça publicamente o contrato e simplesmente assina, sem saber o que está assinando. Então se vê diversos contratos repetidos, cláusulas padrões e muitas vezes, não se encaixa na realidade da qual, está se repetindo ali.
2	Eu acredito que sim, eu nunca tive acesso a nenhum contrato, mas no boca a boca e conversando com outros empreendedores eu vejo que tem operações bem parecidas, apesar de que, dos últimos um ano e meio eu estou vendo muita empresa que ao invés de buscar investidores anjos que vão dar uma bolada de cara ali e assinar o contrato, o pessoal geralmente em Curitiba está procurando sócio capitalista, digamos assim, que vai pagando as despesas mensalmente da empresa, tudo que falta pagar e acaba já entrando como sócio de cara, talvez, até como um meio a meio para o pessoal que desenvolveu o software, isso eu estou percebendo muito acontecer, não sei se é porque estamos em uma época de crise, algo assim, mas já é uma maneira bem diferente das que estamos falando e eu estou vendo acontecer bastante.

3	<p>Creio que sim, não conheço muitos contratos, porém, os que eu conheço, tem uma visão muito próxima. Até particularmente, acredito que os contratos poderiam ser mais padronizados se fosse mais padronizado, facilitaria ainda mais, porque hoje acaba tendo algumas discussões com os empreendedores que se fosse padrão mesmo seria ainda mais fácil de explicar. Mas, no geral me parece que as cláusulas não são muito distintas de um investidor para outro e de uma aceleradora para outra, que é o que estamos mais próximos.</p>
4	<p>É que na verdade no caso do investimento anjo, ele é muito parte de quem está liderando, por exemplo, eu cheguei a discutir com duas pessoas diferentes que nunca tinham feito o investimento em conjunto aonde eram dois contratos diferentes, mas parecidos, o efeito era muito parecido, mas na forma como estava sendo escrita era muito diferente, um era muito claro e objetivo e o outro era de uma forma muito mais prolixa. Mas, não existe um contrato padrão, o que existe é que são as formas de se escrever.</p>
5	<p>Eu acho que sim, eu não conheço os detalhes de outros contratos, mas eles tem algum padrão na estrutura geral, mas as cláusulas específicas variam de negócio para negócio tanto na relação de quem está sendo investido com o investidor, principalmente em cláusulas referente a própria competição de um com o outro, desenvolvimento de novos produtos possam ser desenvolvidos a parceria e quem vai ficar com a propriedade disso, esse tipo de coisa.</p>
6	<p>Olha como eu participei de poucas eu não saberei te dizer isso em detalhes. Mas, do que eu conheço de geral, do que eu escuto falar é que, os padrões definidos, os materiais que a anjos do Brasil tem fornecido tem sido usado por muitos advogados, isso é o que eu tenho escutado.</p>
7	<p>Sim, perfeitamente, o que muda efetivamente é o apelo do negócio. Se o negócio tem um apelo de mercado, grande, vai necessitar mais investimento, mais envolvimento, ou não, do âmbito contratual é recursos versus contrapartida de responsabilidade do empreendedor, a montagem de um conselho para poder ter uma gestão profissional.</p>
8	<p>Eu acho que sim, sinceramente sim. Assim, o contrato é apresentado padrãozinho para todo mundo e, depois, se colar colou. No meu ver é assim, aí depois, se discute, e vê se tira alguma coisa, se tira outra. Mas, eu acredito que esse contrato seja o mútuo conversível, mas hoje, eu acho que é o mútuo conversível que se usa até hoje.</p>
9	<p>Imagino que está convergindo para isso, que a tendência é essa, não tem porque ter muitas diferenças, não. Ainda mais nessa fase de maturidade nossa, no início, eu acho que sim, seria ótimo ter um incentivo. Sempre tem algumas coisas que podemos mudar para uma coisa mais comum, ter o linguajar para todo mundo, empreendedor, para o investidor, para todos.</p>
10	<p>Eu acho que sim. Na verdade, já faz parte do modelo de negócios estabelecidos, no que tange a parte legal desses contratos. Cada grupo de investidores, ou cada investidor anjo estabeleceu um padrão, uma forma padrão de se contratar com os seus investidos. E, necessariamente, essa forma padrão varia com as exigências da outra parte. Então, existem investimentos e investimentos. Existem investimentos que o investido ele tem uma pré-disposição maior por investimento esse cara geralmente costuma alterar muito as cláusulas dos contratos padrões. E, agora aqueles investidos que não tem uma demanda muito grande por investimentos,</p>

	<p>geralmente, estão atrás de qualquer coisa para sobreviver. Então, o que faz mudar a peça é a capacidade de ter a chave na mão. Têm investimentos que o investidor dá as cartas, tem investimentos cuja startup é tão disputada que quem acaba dando as cartas é o empreendedor. Então, é dessa forma que muda o perfil dos contratos. Mas, basicamente, a lógica geral, é no ponto de vista, nesse tipo de investimento anjo é ter um padrão de contrato. E esse padrão eu acredito que o mútuo conversível, na minha vida empreendedora, nesse segmento de mercado é o que se mostrou mais efetivo até agora. Eu tive a oportunidade de trocar e não troquei. Então, eu venho usando esse modelo.</p>
11	<p>Eu acho que sim, porque a gente tem um padrão hoje, que é o modos operantes no Brasil, nesse segmento de trabalho de operação. Então, não tem como fugir muito de uma estrutura que está sendo usada e aplicada hoje. Então, tem um padrão sim, de questão de investimento que se investe só para startup que se investe no projeto e se investe em questões minimamente de questão legal, por exemplo, nós, não tínhamos faturamento, e sim, projetos, patentes nacionais, internacionais, a gente tinha procura pelo produto, nós tínhamos aberto alguns mercados, nos consolidando outros. Nós nos estruturamos enquanto negócio, enquanto empresa, para daí ir para parte fabril, e, entregar o produto. A gente fez meio que o contrário porque, muitas vezes, tu não tem recurso, então, tu tem que trabalhar todas as outras frentes da empresa, e tu podes trabalhar para depois, quando vier recursos, tu começar a produzir o produto e atuar ele para o mercado. Mas, todo processo, seja ele legal, jurídico, ele tem um padrão que se assemelha, se segue. Como a gente diz, tu tem que usar o que a legislação diz, e adequar ela da melhor forma possível para poder operar. E, quando tu tens, investimento em startup também, tu investes em equipe, poder de execução e potencial de mercado, isso seria o tripé básico. E o instrumento padrão que é utilizado, acredito que seja o mútuo conversível porque no momento que a gente não tem as estruturas que como se tem nos EUA, que é um lugar que a gente mais comenta e usa como espelho para as operações aqui, como a gente não tem uma estrutura legal que eles possuem lá, acabamos utilizando na grande maioria das vezes o mútuo conversível sim. Agora, o que acontece, nós estamos entrando em questão de escala de produção e agora, temos outros investidores e, vai entrar todo mundo no contrato social. Então, isso muito provavelmente, irá arrancar a empresa do simples, que é uma coisa que iniciaria lá do início, pois, se desde o início tivesse dentro do contrato social os sócios, talvez a gente já sáisse dos simples e ia ser mais oneroso para a empresa. Mas, agora, a gente postergou para o momento que a empresa tenha um faturamento mais considerável. Então, acaba tendo questões de aplicar o mútuo tanto por questões de segurança do investidor quanto questões de estrutura e como questões fiscais da própria empresa.</p>
12	<p>Uniformidade acho que não. Mas, as coisas estão amadurecendo um pouco mais. A forma de contrato, já está muito semelhante dos grupos de investimento. Através das próprias aceleradoras já trabalham de uma maneira mais uniformizada. Então, esse mercado está passando por um amadurecimento, os investidores também estão aprendendo a lidar com startup. Então, eu te digo que ter uma uniformidade em tudo, ainda não, mas já dá para se ter uma análise da modalidade de contrato já se tem uma</p>

	<p>similitude com vários negócios já feitos, muda muito, quando é um investimento onde uma organização grande tem um cor muito parecido e tem a intenção de trazer esse produto ou inovação para dentro da casa, daí muda bastante. Mas, quando grupos de investimento eu tenho notado que as coisas estão meio padrão, meio parecida. O que tem mudado quando é grupo de investimento é mais a parte de negociação, de cotas, mas, o resto é muito similar.</p>
--	--

Pergunta 11: Você acredita que o Contrato de Participação, criado pela Lei Complementar 155/2016 (a lei do investimento anjo) será adotado pelos empreendedores e investidores para esta espécie de operação?

1	<p>Eu acho que não, por várias razões, primeiro que ele foi, a lei em si, a alteração do simples nacional, foi muito mal feita, foi um remendo ali, que não deu muito certo, pegou um pouquinho do empréstimo, pegou um pouquinho da nota conversível, um pouquinho do investimento direto e construíram um negócio que não deu muito certo, eu particularmente, chamo de investiprestimo, mas apesar de ser toda uma dinâmica pouco lógica, inclusive na parte contábil de como entra o dinheiro, o dinheiro vai entrar como débito, como investimento, mas como entra o investimento, se aqueles dois investidores, ou aquele investidor não está no contrato social, enfim, ficou um limpo de investimento muito grande, de certa maneira, mal feita, mas fora todas as questões de operacionalização que não foram bem pensadas, não foram bem colocadas, acredito que o maior defeito lá da lei do simples nacional, foi deixar para a receita federal, aliás, que não tem competência para isso, deixaram para a receita federal, a decisão sobre a alíquota de investimento, a alíquota desculpa, em cima do imposto de renda do retorno, e sendo que todo o investimento direto e o contrato de participação que foi, na verdade, um investimento, a lógica, criar a contraparticipação foi interessante. Olha, se a gente investir, direta limitada tem que ter um risco, então vamos criar alguma coisa que fale que na lei, a gente não tenha risco, isso é interessante. Mas, do jeito que foi feito foi ruim. Se você pensa que um investimento direto, seja numa limitada, seja numa SP, só a empresa que vai pagar pelo imposto de renda e pela distribuição dos lucros e os investidores não vão pagar mais pelo imposto de renda, só o fato da receita, ter colocado lá um fiscal de 15 a 27,5% para receber dinheiro já afasta, na minha opinião, 99% dos investidores anjo. E acaba, que a lei fica por esse lado, especificamente, pelo tributo, toda essa alteração do contrato de participação acaba irrisório, fica como perda de tempo, sem sentido nenhum, ainda que, mais uma vez, a idéia e a essência da modificação tenha sido muito interessante. Então, só não conseguiu ser implacada da maneira completa como deveria ser. Acho que todo esse esforço legislativo, poderia ter sido evitado, se tivesse uma alteração, com uma única linha que falasse que empresas tributadas pelo simples nacional podem fazer parte de uma SCP, desde que, a receita total, o faturamento total, da SP não ultrapasse os limites do simples. Assim, ficaria lindo, resolvido, uma linha de um parágrafo qualquer, jogado dentro de um parágrafo qualquer, já resolvia, mas essa zizumba toda, foi criada, ainda que um propósito interessante, mas infelizmente, creio que ninguém vai começar a utilizar.</p>
---	--

2	Olha, eu assim, não li nem estudei afundo essa lei. Eu li um artigo que falava algumas coisas por cima, eu não sei, pelo menos o pessoal da minha rede já está acostumado com o mutuo e me parece que principalmente quando a empresa é mais nova, faz mais sentido do que a lei. Mas, assim, é uma opinião mais leiga mesmo.
3	<p>Eu acho que sim, sinceramente. Porque é só uma questão de quem começa primeiro, pois, ainda existe uma certa insegurança no sentido de utilizar esse instrumento, poucos, estão querendo assumir e utilizar esse instrumento. Apesar, do que eu entendo, não é um instrumento perfeito, ainda possui suas limitações, mas se, o pessoal começar a utilizar tende a mais gente utilizar como padrão. Nós, inclusive estamos pensando em utilizar.</p> <p>Hoje, eu acho que sim, se utiliza o mútuo. Porque todo mundo sabe que os outros usam e isso gera uma certa sensação de segurança, que talvez, não seja verdadeira, mas as pessoas entendem que se eu errar, eu erro com todo mundo e, que está relacionado com a questão anterior, vale a pena partir para o novo contrato da nova legislação? Sendo o primeiro e dando certo tudo bem. Mas, se começar a ser questionado, ser o primeiro pode levar um esporro. Porque tu foste o primeiro a utilizar? Aí não é o padrão... numa questão jurídica não é o mais adequado. Tem essa visão certa ou errada de que o uso comum pode ser dar uma certa segurança. Se é verdadeiro ou não, eu não sei, mas existe.</p>
4	Eu acho que não porque ele vai servir como instrumento base, mas eu acho que não vai ser o padrão, eu acho que eles vão querer continuar criando contratos, colocando regras a mais do que a própria lei já define. Até mesmo porque a própria conversão, no nosso caso, ela pode se converter em ações ou em debentures. A lei complementar prevê as debentures, mas eu não sei se ela é tão clara quanto o investimento em si. Eu acho que parte sim e parte não.
5	Eu acredito que vai ser adotado por investidores anjo que não tem tanto modelo envolvido, envolvendo corporate ventur, esses modelos eu acho que não vão acabar adotando. Mas, o investidor anjo, tipos anjos do Brasil e aceleradoras que não tem essa parceria com outras grandes empresas podem adotar, porque eles tem mais flexibilidade para fazer um contrato menos rígido, digamos assim.
6	Olha eu não tenho escutado de muitos investidores, assim a expressão de contentamento com a lei. Maior segurança por parte de quem investe. O que eu tenho percebido com os meus contatos e com relações com os investidores é que sim, isso vai impulsionar um pouco mais o investimento anjo do Brasil.
7	Olha os círculos que eu tenho andado, eu tenho ouvido nada falar da Lei 155, nada, zero. O pessoal continua no mútuo conversível. Ela parece uma lei que já nasceu velha, que ela criou uma série de normatizações, regras, como os investidores fossem um monte de idiotas e despreparados e um bando de gente que precisa ter um tutoriamento. Como se fosse necessário, ter tutores para os investidores. Eu até entendo que as plataformas, como o Brota e tal, elas como tem um apelo de serem valores baixos. Mas, eu acho ridículo que o governo venha se meter nisso. Se o cara quiser colocar 50 mil lá e 50 mil numa empresa só, e se o cara quiser perder o dinheiro dele todo, porra, quem mandou ele não ir atrás? Ser

	<p>desinformado e não buscar assessoria e não pedir informação? Ficar tutoreando o investidor anjo, assim como os bancos fazem, quando tu vais entrar assinar com a corretora de valores, assinar lá, um <i>M.O.U</i> de entrada com o investidor, os caras te fazem uma série de perguntas, e tu, assumas tuas responsabilidades pelos teus atos dali por diante. Então, isso sim, pode ser feito de se certificar. Mas, como plataforma eu não estou engabelando ninguém, isso aqui não é as mil maravilhas, não estou garantindo um retorno, um seguro de investimento e tal. Eu vou jogar dama e tu vens jogar xadrez. Pô, não vai rolar regras diferentes. Na plataforma do Brota, é assim o jogo, tatatatatatattatattataa concorda? Concordo, então, daqui por diante, meu querido, se vira. Agora, nesse sentido, não sei, essa é uma visão muito de fora. Há quem diga que isso é bom, que é cultural Brasileiro, para dar mais segurança, para evitar sacanagem, de surgirem plataformas por aí de má fé, prometam coisas e não cumpram depois o cara, aplica o dinheiro e ele some, sei lá, no Brasil, têm de tudo. E, estamos nos protegendo de nós, mesmos. O mútuo já atende muito bem. A lei vai atender muito bem sim, as plataformas de captação de investimento, como Eqseed e Brota e outras. Para elas, eu acho que cabe, pois, viraram um mercadinho de fazer investimento em startup. Eu mesmo fiz vários investimentozinhos ali, pois eu acho que é legal e me oportuniza ter relacionamento com os investidores, fazer acompanhamento do trabalho dos caras, os caras fazem hangout, apresentação dos resultados, é sempre uma boa oportunidade para aprendizado, trocas de ideias e nesse, sentido eu gosto das plataformas.</p>
8	<p>Boa pergunta, sinceramente eu não vi, nem conversei com nenhuma startup que tenha recebido o aporte nesse novo modelo, sendo bem franco, então, eu não conheço ainda mesmo depois dessa lei, algumas pessoas usando o contato de mútuo que a gente tinha antes. Não conversei com nenhuma startup que tenha falado que recebeu anjo nesse novo modelo. Então, sinceramente não sei se isso vai colar.</p>
9	<p>Cara é um ato de fé, acreditar eu acredito. Tenho a intenção de me aprofundar mais. Porque me parece que o pior que esteja aquela redação, é um barco, um veículo que fica mais fácil da gente partir dele e ir melhorando o principal instrumento hoje, que é o mútuo conversível. O mútuo conversível é um papelzão que não tem muito de se pensar em evoluir. Então, sim. Eu acredito do que eu conversei hoje me parece que o contrato, do investidor anjo está no mesmo patamar do contrato de anjo, não tem vantagem e nem desvantagens maiores. Na minha avaliação de leigo, ouvindo alguns advogados falar. Mas, na grande vantagem eu acredito que seja um veículo já nominado para ser usado para fins de conseguir trabalhar melhorar ele, acho que será bem mais fácil. E a intenção que a gente use também, se não não dá.</p>
10	<p>Eu teria que reler e lembrar um pouco mais sobre os atributos inerentes a esse tipo de contrato. Agora, o que deveria ser feito no meu ponto de vista, é tornar isso mais claro, as cláusulas desse tipo de contrato, e eu acho difícil ele ser suficientemente sólido sem ter. Tudo que é instrumento jurídico que é desenvolvido ele tem que ser comprovado na prática, até ser comprovado na prática e ser modelado para o uso adequado leva um tempo. Então, qualquer tipo de peça jurídica que, no meu ponto de vista, é desenvolvida para regular, parcerias e investimentos, leva determinado</p>

	tempo até ser um instrumento eficiente, não é simplesmente homologar e dizer que tem que vai fazer com que usem. Por mais que tenha participação de várias empresas, dizem aí, que na formação da legislação vigente, é essa própria legislação tem que ser colocada à prova e tem que provavelmente, sofrer alterações. Mostrar na prática.
11	Isso vai depender mais dos benefícios que ele vai trazer. Se, trouxer benefícios reais e derradeiros para a operação, eu acredito que vai se adotado. Até porque não tinha questões pontuais que abrangem essa questão. Se não tem uma coisa específica para abranger e para dar segmentação a uma operação, acaba sendo feito o que se tem em mãos e adequado de uma forma ou de outra para que isso gere o melhor benefício possível para a operação. Agora, eu não li a lei do investidor anjo, eu não sei quais são as cláusulas ali, mas no meu ver, se realmente trás benefícios para a operação, se deixa ela menos engessada e trás benefícios a ambos, tanto para investidor, quanto aos empresários investidos, eu acredito que vai ser adotada sim.
12	Tem diversas visões disso aí. É bem complicado te afirmar, é bem no achometro mesmo, eu acho que pode vir a acontecer. Mas, há um problema que lançaram como a questão do imposto de renda, tem algumas complicações que estão tendo que faz com que o investidor que não é muito maduro no mercado, já não tem um nível de amadurecimento sinta alguns receios, alguns medos. Mas, eu acredito que conforme vai amadurecendo o mercado há uma tendência, no meu ponto de vista, de ser aderido sim.

ANEXO A – MODELO DE MÚTUO CONVERSÍVEL



Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais

Modelo de Mútuo Conversível

Versão 27/5/2016*

Este documento pretende espelhar termos e condições comumente utilizados em operações de investimento anjo com fim meramente educativo. Existem várias estruturas e possibilidades jurídicas adequadas uma operação, ou seja, termos podem, e devem, ser questionados e editados a fim de espelhar adequadamente a intenção das partes dentro de um processo de negociação. Mais um bom motivo para estar cercado de bons profissionais.

Documentos elaborados Pro Bono
pelos escritórios colaboradores



Apoio Institucional



xcala



*Não encaminhe este documento – indique www.anjosdobrasil.net/guia para obter a versão mais atual

Convite

A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos com a missão de fomentar o investimento anjo brasileiro. Dentro de nossas atividades, a mais importante é a aproximação entre empreendedores e investidores para que sejam realizados investimento anjo em empresas inovadoras, assim, gostaríamos de convidar você para participar da nossa rede.

Se você for empreendedor e tiver interesse em receber investimento anjo, compartilhe seu negócio com nossos investidores submetendo seu projeto através de nosso site:

<http://www.anjosdobrasil.net/submeter-projetos.html>

Se você for investidor e tiver interesse em ter acesso a projetos, participar de nossos encontros de investidores ainda receber diversos benefícios como acesso gratuito ao EAD, se inscreva na Anjos do Brasil em <http://www.anjosdobrasil.net/inscricedilatildeo-investidores.html>

EAD – Cursos Online e Eventos

Ainda têm dúvidas sobre investimento anjo e sobre as melhores estruturas jurídicas? Aprenda com nossos cursos online em <http://ead.anjosdobrasil.net/> e participe de nossos eventos, a lista está em <http://www.anjosdobrasil.net/relaccedilatildeo-de-eventos.html>

Acompanhe a Anjos do Brasil nas redes sociais e assine nossa newsletter para ficar sempre atualizado!

CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL E OUTRAS AVENÇAS

Pelo presente instrumento particular, de um lado,

(1) **[MUTUANTE]**, [BRASILEIRO, REGIME DE CASAMENTO, PROFISSÃO], portador da Cédula de Identidade RG nº [PREENCHER] e inscrito no CPF/MF sob o nº [PREENCHER], residente e domiciliado na Cidade de [PREENCHER], Estado [PREENCHER], na [PREENCHER] (“Mutuante”);

e, de outro lado,

(2) **[MUTUÁRIA]**, sociedade [PREENCHER] com sede na [PREENCHER], inscrita no CNPJ/MF sob nº [PREENCHER], neste ato representada por seu representante legal (“Mutuária” ou “Sociedade”);

(3) **[SÓCIO]**, [NACIONALIDADE, REGIME DE CASAMENTO, PROFISSÃO], portador da Cédula de Identidade RG nº [PREENCHER] e inscrito no CPF/MF sob o nº [PREENCHER], residente e domiciliado na Cidade de [PREENCHER], Estado [PREENCHER], na [PREENCHER] (“Sócio 1”); e

(4) **[SÓCIO]**, [NACIONALIDADE, REGIME DE CASAMENTO, PROFISSÃO], portador da Cédula de Identidade RG nº [PREENCHER] e inscrito no CPF/MF sob o nº [PREENCHER], residente e domiciliado na Cidade de [PREENCHER], Estado [PREENCHER], na [PREENCHER] (“Sócio 2” e, em conjunto com Sócio 1 denominados “Sócios”).

Todos doravante denominados em conjunto como “Partes” e, individual e indistintamente, “Parte”;

CONSIDERANDO QUE:

(A) A Mutuária é empresa atuante em [PREENCHER] (“Negócios”);

(B) O Mutuante deseja conceder à Sociedade um empréstimo de [até] R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]), tendo por condição a opção da Mutuante de converter o valor do mútuo em participação no capital social da Sociedade, observadas as condições do presente instrumento (“Transação”);

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTA DOCUMENTO

(C) Sociedade e Sócios concordaram em tomar o empréstimo nas condições apresentadas sendo que, nesta data Sócio 1 é detentor de [PREENCHER] cotas da Sociedade, representativas de [PREENCHER] % do seu capital social, sendo as outras [PREENCHER] cotas detidas por Sócio 2, representativas de [PREENCHER] % do seu capital social;

(D) As Partes desejam regular os termos e condições da Transação, bem como as questões concernentes às responsabilidades dos Sócios e da Sociedade em decorrência da Transação;

RESOLVEM as Partes, celebrar o presente Contrato de Mútuo Conversível e Outras Avenças ("Contrato"), que se regerá pelas seguintes cláusulas e condições:

1. MÚTUO

1.1. **Mútuo.** Pelo presente instrumento e na melhor forma de direito, o Mutuante concorda em emprestar à Sociedade e a Sociedade concorda em receber do Mutuante, em moeda corrente nacional, o valor total de [até] R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]) ("Mútuo"). O Mútuo será liberado em parcelas conforme a Sociedade cumpra, de forma verificável, as metas estabelecidas de comum acordo entre as Partes, nos prazos ajustados, conforme consta do cronograma abaixo ("Cronograma de Desembolso").

CRONOGRAMA DE DESEMBOLSO		
DATA ESTIMADA	VALOR DA PARCELA	META
[PREENCHER]	[PREENCHER]	[Nota: Sugere-se que sejam escolhidos entre dois e três indicadores Chave (KPI), tais como: faturamento / números de clientes / número de usuários. O modelo de negócio e planejamento de crescimento da empresa são fundamentais para a definição

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTA DOCUMENTO

		das metas. Tão relevante quanto estas metas, é o cumprimento do orçamento até os limites previamente acordados pelo investidor e empreendedor.]
[PREENCHER]	[PREENCHER]	[PREENCHER]
[PREENCHER]	[PREENCHER]	[PREENCHER]
[PREENCHER]	[PREENCHER]	[PREENCHER]

1.2. Metas e desembolsos. Os Sócios e a Sociedade deverão apresentar ao Mutuante a documentação que comprove o atingimento de cada uma das metas com 05 (cinco) dias de antecedência da data estimada para o desembolso. Uma vez confirmado pelo Mutuante o cumprimento da meta, este realizará a liberação do valor da parcela do Mútuo em favor da Mutuária.

1.3. Alterações ao Cronograma de Desembolso. As Partes poderão, de comum acordo, rever os dados do Cronograma de Desembolso, formalizado por meio de aditamento ao presente instrumento. Adicionalmente, o Mutuante terá o direito de, a seu exclusivo critério e por mera liberalidade, antecipar o valor de parcelas do Mútuo independentemente do atingimento das metas correspondentes pela Mutuária.

1.4. Forma de liberação. O montante referente a cada uma das parcelas será disponibilizado pelo Mutuante a Mutuária por meio de transferência bancária em favor da Sociedade para a conta corrente de sua titularidade mantida junto ao Banco [PREENCHER], Agência [PREENCHER], Conta nº [PREENCHER].

1.5. Comprovante. O comprovante da transferência bancária será documento bastante para comprovar a liberação dos recursos à Mutuária.

1.6. Uso dos Recursos. O valor do Mútuo deverá ser utilizado pela Mutuária de acordo com o orçamento acordado entre as Partes e que integra o presente na forma do Anexo 1.6. ("Uso dos Recursos").

1.7. Prazo e Encargos. O valor efetivamente disponibilizado do Mútuo será corrigido de acordo com a variação do IPCA – Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo, conforme divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE acrescido de juros remuneratórios de 6% (seis por cento) a.a.. Caso o Mutuante não opte pela Conversão (abaixo definida), o saldo devedor do Mútuo deverá ser pago ao Mutuante, no prazo de [PREENCHER] meses a contar da data da liberação dos recursos, em [PREENCHER] parcelas, mediante crédito em conta corrente a ser por ele estabelecida e indicada oportunamente. [Caso os valores não sejam pagos nesse período, será acrescido ao saldo devedor, devidamente atualizado, juros de 1% (um por cento) ao mês e multa moratória de 2% (dois por cento)]. [Nota: há possibilidade de incidência de tributos sobre rendimentos financeiros, em razão dos juros remuneratórios. Além disso, o perdão da dívida também está sujeito à tributação. Sugerimos consultar seu advogado para maiores informações.]

1.8. Pré-pagamento. Entendem os Sócios e a Sociedade que o presente Contrato, por sua natureza conversível, não admite pré-pagamento por parte da Sociedade, dos Sócios ou terceiros. Não obstante, a Sociedade poderá solicitar ao Mutuante que avalie eventual pré-pagamento da dívida, mediante aviso prévio por escrito com 30 (trinta) dias de antecedência da data pretendida para o potencial pagamento, sem prejuízo dos demais direitos conferidos ao Mutuante neste Contrato.

1.9. Vencimento Antecipado. Poderá o Mutuante declarar o vencimento antecipado do Mútuo nos casos estabelecidos em lei e, ainda, em caso (i) de aplicação dos recursos tomados com o Mútuo em finalidade diversa ao Uso dos Recursos; (ii) extinção, liquidação ou dissolução da Sociedade; (iii) requerimento de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial formulado pela ou contra a Sociedade; (iv) a Sociedade venha a contrair, anteriormente à conversão do Mútuo, passivo relevante, em montante individual ou agregado superior ou igual a R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]), sem a anuência prévia do Mutuante; (v) os Sócios deixem de ser sócios da Sociedade ou deixem de prestar serviços à Sociedade durante a vigência do Mútuo; ou (vi) descumprimento dos compromissos assumidos neste Contrato.

1.9.1. Em caso de vencimento antecipado do Mútuo, tornar-se-ão exigíveis todos os valores devidos ao Mutuante, os quais deverão ser pagos em até 2 (dois) dias úteis a contar do recebimento da declaração de vencimento antecipado pela Sociedade, sob pena de incorrer em mora.

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTE DOCUMENTO

Página 6 de 27

2. CONVERSÃO

2.1. Direito de Conversão do Mutuante. As Partes desde já acordam que, até o prazo de [PREENCHER] dias a contar da primeira liberação de parcela do Mútuo, o Mutuante terá, a seu exclusivo critério, o direito de converter [parte ou] a totalidade do saldo devedor do Mútuo em participação societária da Sociedade (“**Conversão**”).

2.1.1. O percentual a que o Mutuante fará jus em razão da conversão do Mútuo em participação societária será [PREENCHER], considerando-se um *valuation pre money* de [PREENCHER]. Caso haja novo aporte de capital na Sociedade, o percentual a que o Mutuante fará jus será equivalente àquele resultante da aplicação da seguinte fórmula, considerando-se o resultado sobre o capital social total da Sociedade:

$$\text{valor da participação} = \text{valor do Mútuo corrigido} / (\text{valuation da próxima rodada} - \text{taxa de desconto}).$$

Onde:

Valor da participação será o resultado da fórmula limitado a [PREENCHER];
valuation da próxima rodada é equivalente ao valor atribuído a Sociedade pelos novos investidores; e
 taxa de desconto é [PREENCHER].

OU

2.1.1. O percentual a que o Mutuante fará jus em razão da conversão do Mútuo em participação societária será [PREENCHER], considerando-se um *valuation pre money* de [PREENCHER].

2.2. Procedimento para a Conversão. A Conversão poderá ocorrer, nos termos deste Contrato, a qualquer momento (i) mediante declaração de interesse do Mutuante à Sociedade nesse sentido, que poderá ser feita desde a data do primeiro desembolso até o dia [PREENCHER] (“**Declaração de Interesse**”); ou (ii) automaticamente, caso a Sociedade venha a

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTE DOCUMENTO

Página 7 de 27

captar recursos de investidores com valor acima de R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]), desde que observados os termos deste Contrato no que tange aos atos de fechamento estipulados na cláusula 3 ("Evento de Conversão Automática").

2.3. Classe de Ações para Conversão. A Conversão do Mútuo em participação societária da Sociedade será feita mediante a emissão e subscrição pelo Mutuante, no percentual definido acima, de ações preferenciais classe A de emissão da Sociedade, cujos direitos e prerrogativas serão, no mínimo, aqueles indicados no Anexo 2.3. ("Ações Preferenciais Classe A").

3. ATOS DO FECHAMENTO

3.1. Fechamento. Na hipótese do Mutuante optar pela Conversão do Mútuo ou diante de Evento de Conversão Automática, o fechamento da Transação ocorrerá em até 10 (dez) dias contados do recebimento da Declaração de Interesse ou da ocorrência do Evento de Conversão Automática ("Data do Fechamento"), momento em que as Partes e a Sociedade se reunirão em horário e local a serem oportunamente combinados para celebrar os seguintes atos e assinar ou entregar os seguintes documentos:

- (a) **Alteração.** Os Sócios, representando a totalidade do capital social da Sociedade, assinarão as alterações necessárias aos documentos societários da Sociedade a fim de refletir a transformação da Sociedade em sociedade anônima de capital fechado, com a correspondente criação de classe de ações ordinárias para os Sócios e criação das Ações Preferenciais Classe A;
- (b) **Aumento de Capital.** Os Sócios, representando a totalidade do capital social da Sociedade, e o Mutuante formalizarão a ata de assembleia geral da Sociedade com a finalidade de refletir o aumento de capital da Sociedade mediante a subscrição de Ações Preferenciais da Classe A pelo Mutuante, integralizadas com a capitalização do Mútuo;
- (c) **Acordo de Acionistas.** Sócios, Mutuante e Sociedade assinarão o Acordo de Acionistas da Sociedade, na forma do Anexo 3.1.(c) ao presente.

3.1.1. A Sociedade deverá levar os documentos a registro perante a Junta Comercial competente no prazo de 2 (dois) dias úteis da data de assinatura e,

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTE DOCUMENTO

caso a Junta Comercial apresente exigências para o registro, as Partes deverão praticar todos os atos necessários para o imediato cumprimento de tais exigências.

3.1.Z. Os Sócios, desde já, se comprometem a realizar todos os atos necessários ao cumprimento das obrigações deste Contrato, inclusive os atos do fechamento, conforme ora pactuado.

3.2. Execução de Atos de Conversão. Os Sócios outorgam ao Mutuante os poderes necessários para, em seu nome, firmar todo e qualquer documento que seja necessário ao fiel cumprimento dos atos de fechamento acima indicados, como forma de viabilizar a Conversão, entregando, nesta data ao Mutuante, procuração na forma do Anexo 3.2..

3.3. Conversão em Cotas Sociais. Poderá o Mutuante, no momento da Conversão, optar por converter o Mútuo em cotas sociais da Sociedade, renunciando ao seu direito de exigir a transformação da Sociedade em sociedade anônima, caso em que os atos de fechamento acima indicados serão ajustados para excluir a transformação da Sociedade, sem prejuízo da assinatura de acordo de cotistas substancialmente nas mesmas condições daquelas indicadas no Anexo 3.1.(c). *[Nota: Caso a conversão seja realizada em uma sociedade limitada, consulte seus advogados sobre os impactos tributários.]*

4. PENHOR DE COTAS

4.1. Penhor. Para garantir o cumprimento integral e pontual de todas as obrigações ora assumidas pela Sociedade e pelos Sócios, o Sócio 1, neste ato, em caráter irrevogável e irretratável, empenha, em favor do Mutuante, em primeiro grau, [PREENCHER] cotas de sua titularidade da Sociedade, nos termos do Código Civil, devendo assegurar que sejam mantidas em garantia sempre cotas que representem, no mínimo, [PREENCHER] do capital social da Sociedade. O Sócio 2, por sua vez, neste ato, em caráter irrevogável e irretratável, empenha, em favor do Mutuante, em primeiro grau, [PREENCHER] cotas de sua titularidade da Sociedade, nos termos do Código Civil, devendo assegurar que sejam mantidas em garantia sempre cotas que representem, no mínimo, [PREENCHER] do capital social da Sociedade. A garantia abrange as cotas empenhadas, seus frutos, acessórios e quaisquer desdobramentos.

4.2. Vigência. A garantia será mantida até o integral cumprimento das obrigações ora assumidas pela Sociedade e pelos Sócios. Caso as cotas empenhadas deixem, a qualquer momento, de representar [PREENCHER] do capital social da Sociedade, deverão os Sócios, efetuar o reforço da garantia mediante apresentação de novas cotas da Sociedade.

4.3. Registro. Poderá o Mutuante exigir, a qualquer momento, o registro deste Contrato perante os órgãos de registro público, bem como que a referência ao penhor das cotas seja incluída no contrato social da Sociedade.

4.4. Declarações. Sem prejuízo das demais declarações prestadas neste instrumento, os Sócios declaram e garantem ao Mutuante que, nesta data e durante toda a vigência deste Contrato:

- (a) as cotas oferecidas em garantia encontram-se e encontrar-se-ão totalmente livres e desembaraçadas de contratos, compromissos, requisições, gravames, dívidas, garantias, depósitos, usufrutos, direitos de preferência e/ou ônus de qualquer espécie;
- (b) são e serão os únicos e legítimos proprietários das cotas oferecidas em garantia, com tudo o que estas representam;
- (c) o presente instrumento constitui obrigação legal, válida e vinculativa de suas partes, podendo ser executado contra os mesmos de acordo com seus termos e em conformidade com a legislação aplicável, e não há qualquer fato impeditivo ao presente penhor.

4.5. Execução. A garantia poderá ser executada pelo Mutuante em caso de inadimplemento das obrigações assumidas pela Mutuária (seja em função do seu vencimento regular ou antecipado) ou, ainda, nas hipóteses previstas no Código Civil, caso em que fica o Mutuante autorizado a promover a venda amigável das cotas, na forma da legislação em vigor, para satisfazer a dívida.

5. DECLARAÇÕES E OBRIGAÇÕES DOS SÓCIOS E DA SOCIEDADE

5.1. Declarações. Os Sócios e a Sociedade declaram e garantem ao Mutuante que:

- (a) a Sociedade, na presente data, é uma sociedade empresária devidamente constituída, operacional e existente de acordo com as leis da República Federativa do Brasil, que atua no Negócio;
- (b) os Sócios e a Sociedade têm plena capacidade, poder e autoridade e obtiveram todas as autorizações necessárias para (i) acordar, assinar e entregar o presente Contrato e qualquer contrato ou instrumento referido ou contemplado por este Contrato, e (ii) cumprir integralmente todas as obrigações aqui acordadas;
- (c) a assinatura, entrega e cumprimento do presente Contrato não (i) requerem qualquer consentimento prévio que já não foi obtido, (ii) violam qualquer lei, decreto, regulamento, ou ordem de uma autoridade competente que esteja em vigor na presente data, (iii) violam qualquer acordo, documento ou outro instrumento firmado em benefício de ou com qualquer terceiro, nem (iv) violam o Contrato Social da Sociedade ou qualquer documento societário;
- (d) a Sociedade possui todas as permissões, autorizações e licenças necessárias para a realização de suas atividades e para a condução do Negócio na forma que são conduzidos atualmente e não recebeu qualquer notificação informando que suas licenças estariam revogadas, suspensas ou canceladas por qualquer motivo;
- (e) a Sociedade cumpre com todas as leis, normas, regulamentações, ordens e/ou decretos aplicáveis na operação de seus negócios, incluindo, sem limitação, todas as leis, normas, regulamentações, ordens ou decretos relacionados a áreas regulatória, civil, comercial, tributária, criminal, trabalhista, previdenciária, imobiliária e ambiental;
- (f) não há qualquer ação, pedido, processo, procedimento, arbitragem ou disputa, judicial ou administrativa ("**Procedimento**") pendente ou que traga ameaça contra a Sociedade, o Negócio, a Propriedade Intelectual Relevante (abaixo definido) ou quaisquer de suas propriedades, em trâmite perante qualquer corte ou câmara arbitral ou qualquer autoridade governamental, incluindo, sem limitação, qualquer Procedimento que, de alguma forma, busque proibir, alterar ou atrasar as transações contempladas por este Contrato;

- (g) o capital social da Sociedade é, na presente data, de R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]), dividido em [PREENCHER] ([PREENCHER]) cotas, livres e desimpedidas de quaisquer ônus, penhor, impedimentos, opções, restrições, direitos de preferência ou outra demanda de qualquer natureza. Todas as cotas da Sociedade foram validamente emitidas e estão totalmente integralizadas na presente data. Não há quaisquer emissões pendentes ou subscrições não autorizadas, opções, direitos de conversão, garantias, instrumentos de dívida ou outros acordos, garantias ou compromissos de qualquer natureza (orais ou escritos, sendo condicionais ou definitivos), que obriguem a Sociedade ou os Sócios a emitir, entregar, ou vender quaisquer das cotas, ou qualquer dívida conversível em ou permutável por participação no capital social da Sociedade, ou que obrigue a Sociedade ou os Sócios a outorgar, estender ou firmar quaisquer desses contratos ou compromissos;
- (h) a Sociedade cumpriu com todas as suas obrigações fiscais e apresentou todas as declarações de tributos requeridos pela legislação aplicável, sendo apresentadas nos prazos legais; todas as declarações de tributos são corretas, verdadeiras e completas em todos os sentidos; e todos os tributos por todos os períodos terminados na ou anteriores à presente data, que são devidos em relação aos negócios da Sociedade foram pagos;
- (i) de acordo com o seu melhor conhecimento não há qualquer ação judicial ou administrativa, demandas, procedimentos de qualquer natureza pendentes perante quaisquer autoridades governamentais, especialmente, mas sem limitação, nas esferas cível, trabalhista, fiscal, previdenciária ou administrativa, envolvendo a Sociedade;
- (j) a Sociedade possui [PREENCHER] empregados;
- (k) a Sociedade não passou por qualquer greve ou redução de jornada de trabalho relevante, demanda relacionada a práticas trabalhistas injustas, ou outras disputas trabalhistas nos últimos 5 (cinco) anos;
- (l) o Anexo 5.1.(l) ao presente Contrato contém uma lista com a descrição de toda propriedade intelectual de propriedade, detida, licenciada, utilizada ou sublicenciada pela Sociedade ("**Propriedade Intelectual Relevante**"), e tal Propriedade Intelectual Relevante, está livre de qualquer ônus, penhor, impedimentos, opções, restrições e outras demandas de qualquer natureza. A Sociedade declara que não há qualquer demanda de

terceiro atual ou pendente, que conteste a validade, aplicação, uso ou propriedade de qualquer Propriedade Intelectual Relevante;

(m) toda a propriedade intelectual necessária ao desenvolvimento dos Negócios é de titularidade da Sociedade;

(n) a Sociedade é proprietária e/ou, de acordo com seu melhor conhecimento, está legalmente autorizada (ainda que por meio de cessão de uso contratual) a utilizar todos os equipamentos e outros ativos tangíveis necessários para suas operações e Negócio conforme atualmente conduzidos e conforme se pretende que sejam conduzidos. Todos os equipamentos e outros ativos tangíveis estão livres de defeitos e em boas condições de uso (com exceção daqueles ativos atualmente sujeitos a pequenos reparos no curso normal dos Negócios), e todos têm sido mantidos pela Sociedade de acordo com práticas de manutenção normais e prudentes;

(o) todos os ativos integrantes do balanço da Sociedade encontram-se livres e desembaraçados de quaisquer ônus, gravames, restrições e reivindicações de qualquer espécie, registrados nos órgãos públicos competentes, sempre que necessário ou exigível pela legislação ou regulamentação vigentes, inexistindo processos judiciais ou administrativos de qualquer espécie, ajuizados ou iminentes, que, de qualquer forma, possam impedir a negociação de participação societária ora ajustada;

(p) não utilizam mão-de-obra infantil ou adolescente, nos termos da legislação vigente, em especial no tocante a menores de 16 anos – salvo na condição de aprendiz a partir de 14 anos – ou trabalho noturno, perigoso ou insalubre para menores de 18 anos;

(q) não contratam trabalhadores estrangeiros que estejam em situação irregular no país;

(r) não realizam qualquer tipo de terceirização ilícita, não praticando quaisquer atos de corrupção ativa ou passiva, bem como que não são pessoas consideradas politicamente expostas na forma da regulamentação em vigor;

(s) não cometem qualquer ato que atente contra os direitos humanos, inclusive aqueles protegidos pela Constituição, bem como trabalho ilegal ou escravo, atos que impliquem ou resultem em torturas, físicas ou mentais, atos que atentem contra a saúde e a segurança nos locais de trabalho, ou qualquer discriminação seja em função de raça, nacionalidade, religião,

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTE DOCUMENTO

Página 13 de 27

orientação sexual, idade, deficiência física ou mental, nem tampouco apoiaram ou apoiarão qualquer outra forma de discriminação ou assédio;

(t) nenhuma das informações contidas nas declarações, garantias ou compromissos dos Sócios sob este Contrato (incluindo seus Anexos) contém qualquer declaração não verdadeira, ou omite qualquer fato necessário para fazer com que as declarações aqui contidas não sejam falsas, tendo-se em vista as circunstâncias sob as quais foram feitas. Todos os documentos fornecidos ao Mutuante pelos Sócios e pela Sociedade são cópias fiéis, completas e corretas.

5.2. Condução dos negócios. Os Sócios e a Sociedade, a partir desta data e até a Data do Fechamento, comprometem-se, por si e por seus administradores (se for o caso) a:

(a) conduzir os Negócios da Sociedade em seu curso normal, de forma compatível com suas melhores práticas passadas, obrigando-se a manter o Mutuante informado acerca de qualquer operação ou negócio relevante para a Sociedade a partir desta data, em especial os relacionados aos ativos chaves da Sociedade;

(b) conduzir as atividades da Sociedade em conformidade com as melhores práticas contábeis, mantendo os livros e registros completos e precisos, além de documentação de apoio das operações envolvendo os negócios da Sociedade.

5.3. Compromisso dos Sócios. Os Sócios e a Sociedade comprometem-se a, a partir desta data e até a Data de Fechamento, não ceder, alienar, licenciar, onerar ou transferir, direta ou indiretamente, a quaisquer terceiros, cotas representativas do capital social da Sociedade e/ou qualquer dos ativos permanentes que compõem o Negócio (incluindo a Propriedade Intelectual Relevante), exceto cessão, alienação, licenciamento, oneração ou transferência de ativos no curso normal do Negócio da Sociedade na forma como vem sendo conduzido.

5.4. Lock Up dos Sócios. Os Sócios, a partir desta data e até a Data de Fechamento ou do pagamento do Mútuo, conforme o caso, comprometem-se a manter suas funções

executivas na Sociedade, engendrando reais esforços para atingir o melhor crescimento possível da Sociedade.

5.4.1. Caso qualquer dos Sócios descumpra as obrigações mencionadas acima, uma multa compensatória de R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]) poderá ser exigida do Sócio inadimplente pela Sociedade.

5.5. Não Concorrência. Os Sócios se comprometem a, durante a vigência do Mútuo, não exercer atividades que concorram ou impliquem conflito de interesses com as atividades objeto da Sociedade, ou deter qualquer participação, direta ou indireta, em empresas que exerçam tais atividades, no Brasil ou no exterior.

5.5.1. Os Sócios se comprometem a: (i) não utilizar, copiar, ceder ou de qualquer forma disponibilizar qualquer propriedade intelectual detida ou utilizada pela Sociedade para outros fins que não no interesse da Sociedade; (ii) não utilizar banco de dados e informações de clientes e fornecedores da Sociedade para outros fins que não no interesse da Sociedade; e (iii) não solicitar ou encorajar, direta ou indiretamente, qualquer empregado, prestador de serviço ou consultor da Sociedade a deixar de prestar serviços ou trabalhar para a Sociedade.

5.5.2. Os Sócios reconhecem que todo e qualquer direito de exploração e/ou uso de patentes (inclusive a Propriedade Intelectual Relevante), bem como outro elemento de propriedade industrial ou intelectual, relacionados com as atividades da Sociedade são de propriedade da Sociedade, devendo sempre ser revertidos em benefício desta.

5.6. Informação ao Mutuante. A Sociedade e os Sócios comprometem-se, durante a vigência do Mútuo, a prestar ao Mutuante todas e quaisquer informações de natureza legal, financeira, comercial e contábil, dentre outras, relativamente ao Negócio, conforme razoavelmente solicitadas pelo Mutuante, incluindo acesso aos sistemas contábeis, operacionais, banco de dados, servidores de dados e gerenciais e o livre acesso do Mutuante e de seus administradores, em horário comercial, às instalações da Sociedade e aos seus empregados, colaboradores e pessoal envolvidos no Negócio. Além disso, deverão a Sociedade

e os Sócios a cada dois meses enviar ao Mutuante as demonstrações financeiras atualizadas da Sociedade e um informativo com a evolução dos Negócios e principais índices de performance e avaliação, em formato a ser definido entre as Partes.

5.7. Aprovação do Mutuante. Da data do primeiro desembolso até a data de Conversão ou pagamento do Mútuo, os Sócios e a Sociedade comprometem-se a submeter à aprovação prévia do Mutuante, sob pena de autorizar o Mutuante a declarar o vencimento antecipado do Mútuo:

- (a) contratação de empréstimos, financiamentos, dívidas ou transações financeiras de qualquer espécie pela Sociedade em montante, individual ou agregado, superior a [PREENCHER];
- (b) qualquer operação que, de alguma forma, possa afetar, direta ou indiretamente, direitos de propriedade intelectual da Sociedade, incluindo, mas a tanto não se limitando, à Propriedade Intelectual Relevante (ou seu pedido), direitos de propriedade ou uso, pela Sociedade, sobre as marcas, registros de software, patentes que compõem o Negócio, incluindo o licenciamento de qualquer das marcas e/ou patentes;
- (c) concessão ou constituição de garantias, fianças e/ou avais pela Sociedade, em favor de quaisquer terceiros;
- (d) atos ou operações que impliquem alteração substancial e adversa quanto aos passivos, direitos e obrigações da Sociedade, tais como conhecidos nesta data;
- (e) alterações substanciais em práticas empresariais, incluindo, mas a tanto não se limitando, práticas comerciais, financeiras, contábeis, tributárias, administrativas, jurídicas e de pessoal da Sociedade;
- (f) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio da Sociedade; e
- (g) qualquer operação societária no âmbito da Sociedade que, de qualquer forma, possa afetar (i) a Sociedade e a titularidade das ações ou cotas, conforme o caso, de seu capital social; (ii) o Negócio; (iii) a propriedade e posse do Negócio; e/ou (iv) a Propriedade Intelectual Relevante.

6. INDENIZAÇÃO

6.1. Hipóteses de Indenização dos Sócios. Os Sócios e a Sociedade obrigam-se, solidariamente, a indenizar e manter o Mutuante indene por todas e quaisquer perdas, danos, custos, gastos, despesas, multas, responsabilidades, indenizações, condenações, obrigações, pagamentos, desembolsos, prejuízos, correção monetária, juros moratórios e/ou compensatórios, honorários periciais, advocatícios e/ou de árbitro, ônus de sucumbência, garantias e depósitos, custas, taxas (administrativos, judiciais ou arbitrais) ou quaisquer outros acréscimos ou penalidades (inclusive aqueles incorridos na condução de demandas, judiciais ou não), materializados ou não, conhecidos ou não, descritos ou não neste Contrato, independentemente de dolo, culpa, caso fortuito ou força maior ("**Perdas**") que sejam decorrentes do inadimplemento de qualquer obrigação assumida pela Sociedade ou pelos Sócios neste Contrato, ou ainda, que sejam imputáveis ao Mutuante por força da Conversão, neste último caso, sendo as Perdas decorrentes de atos praticados anteriormente à Conversão.

6.2. Vigência e limitação das Perdas. As Partes acordam que as obrigações de indenização assumidas pelos Sócios e pela Sociedade relativas a todas e quaisquer Perdas do Mutuante nos termos deste Contrato vigoram sem limite de valor ou de prazo, exceto pelo prazo prescricional ou decadencial previsto em lei.

7. CONFIDENCIALIDADE

7.1. Informações Confidenciais. As Partes terão acesso a certas informações e documentos sigilosos, pertinentes às operações, atividades, estratégias, produtos, serviços e tecnologias da Sociedade (as "**Informações Confidenciais**"). Serão consideradas Informações Confidenciais, para os fins deste Contrato, todas e quaisquer informações, orais ou escritas, de natureza técnica, operacional, comercial ou jurídica, inclusive, sem limitação, *know-how*, desenhos, especificações, bancos de dados, diagramas, fórmulas, modelos, amostras, fluxogramas, croquis, fotografias, projetos, plantas, invenções, segredos industriais, programas de computador, páginas eletrônicas, planos de negócios, estratégias de negócios, conceitos de produtos e de serviços, técnicas, documentos e contratos de qualquer espécie, estudos, pareceres, pesquisas diversas, enfim, toda e qualquer informação que a Sociedade ou uma Parte disponibilize à outra ou a que as Partes tenham acesso, a qualquer tempo, em razão deste Contrato.

7.2. Exceções. Não serão consideradas Informações Confidenciais, para os propósitos do presente instrumento, as informações que, comprovadamente:

- (a) já eram de conhecimento público antes de sua divulgação pelas Partes;
- (b) tenham chegado ao conhecimento público sem culpa ou dolo de qualquer das Partes;
- (c) devam ser divulgadas, por ordem judicial ou de autoridades competentes, sendo que a Parte alcançada por tal ordem deverá notificar previamente a Sociedade acerca da existência e do conteúdo da ordem correspondente; ou
- (d) já sejam conhecidas pelas Partes na data da celebração deste Contrato, desde que a fonte de tais informações não esteja, segundo o melhor conhecimento das Partes, vinculada a qualquer acordo de confidencialidade.

7.3. Prazo. As Partes garantem que, pelo prazo de vigência do presente Contrato e por 2 (dois) anos após o seu término, por qualquer motivo, não divulgarão ou utilizarão, direta ou indiretamente, as Informações Confidenciais, exceto para o regular exercício de suas funções como investidor ou sócio da Sociedade.

7.4. Banco de dados. As Partes não copiarão, não criarão banco de dados, não reproduzirão ou adaptarão quaisquer Informações Confidenciais a que tiverem acesso, exceto nos estritos limites do que lhes for expressamente autorizado pela Sociedade.

7.5. Devolução de documentos. Por ocasião da rescisão do presente Contrato ou, ainda, a qualquer tempo, caso lhe seja solicitado pela Sociedade, as Partes deverão restituir à Sociedade todas as cópias, banco de dados, reproduções e/ou adaptações que tiverem realizado das Informações Confidenciais.

8. NOTIFICAÇÕES

8.1. Forma das Notificações. Todas as notificações ou demais comunicações atinentes ao presente Contrato (cada qual "Notificação") serão realizadas por escrito e entregues em mãos (mediante protocolo), por correspondência registrada, por serviços de *courier* (mediante aviso

LEIA O AVISO DE USO NA CAPA DESTA DOCUMENTO

Modelo de Mútuo Conversível

www.anjosdobrasil.net

de recebimento, usando-se empresa de *courier* de renome internacional) ou por e-mail (mediante comprovante de recebimento).

8.2. Endereços para Notificações. As Notificações serão encaminhadas para os seguintes endereços:

Se para o Mutuante:

A/C: [PREENCHER]

Endereço: [PREENCHER]

E-mail: [PREENCHER]

Se para a Sociedade:

A/C: [PREENCHER]

Endereço: [PREENCHER]

E-mail: [PREENCHER]

Se para Sócio 1:

Endereço: [PREENCHER]

E-mail: [PREENCHER]

Se para Sócio 2:

Endereço: [PREENCHER]

E-mail: [PREENCHER]

8.3. Recebimento das Notificações. As notificações e comunicações serão consideradas como recebidas na data que constar da confirmação de entrega, da confirmação de envio ou do aviso de recebimento, conforme o caso, salvo se essa data não for dia útil, caso em que ela será considerada recebida no dia útil imediatamente seguinte.

8.4. Alterações. As Partes comprometem-se a comunicar, imediatamente, por uma das formas indicadas na Cláusula 8.1, qualquer alteração nos dados constantes deste Contrato, sob pena de serem consideradas válidas e eficazes notificações/comunicações que sejam feitas aos endereços não atualizados.

9. EXECUÇÃO ESPECÍFICA

9.1. Hipóteses. As Partes acordam que, nos termos do Código de Processo Civil Brasileiro, a execução específica das obrigações contempladas neste Contrato pode ser judicialmente demandada, sem prejuízo do reembolso de perdas e danos incorridos pela Parte demandante como resultado do não cumprimento de tais obrigações e do pagamento das multas e aplicação das demais penalidades estabelecidas neste Contrato.

9.2. Título Executivo. Este documento constitui título executivo extrajudicial, nos termos do artigo 784, inciso III, do Código de Processo Civil Brasileiro.

10. LEI DE REGÊNCIA E SOLUÇÃO DE DISPUTAS

10.1. O presente Contrato será regido e interpretado de acordo com as leis da República Federativa do Brasil.

10.2. Havendo qualquer dificuldade de interpretação ou execução deste Contrato, ou, ainda, qualquer controvérsia relacionada ou decorrente do descumprimento deste Contrato, a mesma será submetida ao foro da Comarca da Capital do Estado de [PREENCHER], com a exclusão de qualquer outro, por mais privilegiado que seja.

11. DISPOSIÇÕES GERAIS

11.1. Irrevogabilidade e Irretratabilidade. Este Contrato é celebrado em caráter irrevogável e irretratável, obrigando as Partes, a Sociedade e seus respectivos sucessores ou cessionários autorizados, a qualquer título.

11.2. Aceitação do Contrato. Todas as Partes e a Sociedade confirmam expressamente que têm conhecimento e participaram, por conta própria, da negociação de todas as cláusulas, termos e condições do presente Contrato e da Transação, bem como concordam com todas as cláusulas, termos e condições do presente Contrato, inclusive anuindo e aceitando a parcela que lhes cabe dos direitos e obrigações aqui estabelecidos.

11.3. Aditivos. Ressalvados os casos expressamente permitidos, nenhuma alteração a qualquer dos termos e condições estabelecidos neste Contrato terá qualquer efeito, a menos que feita por escrito e assinada pelas Partes.

11.4. Cessão do Contrato. Os Sócios e a Sociedade não poderão ceder ou transferir, total ou parcialmente, os direitos e obrigações sob este Contrato, salvo mediante a prévia e expressa autorização por escrito do Mutuante.

11.5. Cessão pelo Mutuante. Quaisquer transferências ou cessões deste Contrato pelo Mutuante para terceiros já estão expressamente aprovadas pelos Sócios e pela Sociedade.

11.6. Tributos. Cada uma das Partes será integralmente responsável pelo pagamento de todos e quaisquer tributos eventualmente incidentes sobre elas em decorrência da Transação e demais disposições deste Contrato, observando-se as retenções na fonte, caso exigidas em Lei.

11.7. Renúncia. Nenhuma renúncia, rescisão ou quitação do presente Contrato ou de qualquer de seus termos ou disposições vinculará qualquer das Partes, salvo se confirmada por escrito. A tolerância de qualquer das Partes com relação ao eventual ou continuado descumprimento, pela outra Parte, de qualquer obrigação sob este Contrato não poderá ser entendida, em circunstância alguma, como renúncia a ou novação de tais direitos e não afetará o direito da Parte de exercê-los no futuro.

11.8. Substituição de Disposições. Caso qualquer disposição deste Contrato seja considerada nula, ilegal ou inexequível em qualquer aspecto, a validade, legalidade ou exequibilidade das disposições restantes não será afetada ou prejudicada, de qualquer forma, permanecendo em pleno vigor e efeito. As Partes negociarão de boa-fé a substituição da disposição nula, anulada, ilegal ou inexequível por outra disposição válida, legal e exequível que, tanto quanto possível e de forma eficaz, mantenha os efeitos econômicos e outras implicações relevantes da disposição nula, anulada, ilegal ou inexequível.

11.9. Responsabilidade por custos. Exceto se expressamente estabelecido de outra forma neste Contrato, cada Parte arcará com seus próprios gastos, custos e despesas incorridos na negociação, preparação e conclusão deste Contrato (incluindo, mas não se limitando a, os

Modelo de Mútuo Conversível

www.anjosdobrasil.net

respectivos honorários de assessores financeiros, advogados, auditores e/ou quaisquer outros consultores) e será responsável pelo recolhimento dos seus respectivos tributos.

E, por estarem assim justas e contratadas, firmam o presente instrumento em [PREENCHER] ([PREENCHER]) vias de igual teor e forma, na presença das 2 (duas) testemunhas abaixo assinadas.

MODELO

Modelo de Mútuo Conversível

www.anjosdobrasil.net

[PREENCHER], [PREENCHER]

Mutuante:

[PREENCHER]

Mutuária:

[PREENCHER]

Sócios:

[PREENCHER]_____
[PREENCHER]

Testemunhas:

- | | |
|----------|----------|
| 1. _____ | 2. _____ |
| Nome: | Nome: |
| RG n.º: | RG n.º: |
| CPF: | CPF: |

ANEXO 1.6. AO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL E OUTRAS AVENÇAS

MODELO

ANEXO 2.3. AO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL E OUTRAS AVENÇAS¹

São direitos das Ações Preferenciais Classe A:

- (i) direito de receber dividendos nos mesmos termos e condições das ações ordinárias emitidas pela Sociedade;
- (ii) prioridade no reembolso de capital no montante de R\$ [PREENCHER] ([PREENCHER]) por ação, valor este equivalente ao preço de emissão por ação quando da Conversão;
- (iii) preferência em caso de liquidação da Sociedade;
- (iv) direito de serem convertidas em ações ordinárias da Sociedade, a qualquer tempo;
- (v) direito irrestrito de voto, da mesma forma que as ações ordinárias emitidas pela Sociedade;
- (vi) direito de anti diluição;
- (vii) direito de venda de ações, a qualquer tempo (put option); e
- (viii) votos afirmativos em matérias que versem sobre a proteção do valor investido e também sobre governança corporativa.

¹ Este anexo é indispensável nos casos em que não seja negociado um Acordo de Acionistas em paralelo. O nível de detalhamento deve ser discutido com um profissional habilitado.

Modelo de Mútuo Conversível

www.anjosdobrasil.net

ANEXO 3.1.(c). AO CONTRATO DE MÚTUA CONVERSÍVEL E OUTRAS AVENÇAS

[Acordo de Acionistas]

MODELO

ANEXO 5.1.(I) AO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL E OUTRAS AVENÇAS

[Listar toda a propriedade intelectual da Mutuária]

MODELO