

ASPECTOS

JURÍDICOS

DO INVESTIMENTO EM

START



UPS

Carla do Couto Hellu Battilana

Christiane Alves Alvarenga

Victor Cabral Fonseca

# ASPECTOS JURÍDICOS DO INVESTIMENTO EM STARTUPS

Carla do Couto Hellu Battilana  
Christiane Alves Alvarenga  
Victor Cabral Fonseca

## INTRODUÇÃO

No universo das startups, é raro encontrar uma empresa que não tenha passado por uma rodada de investimentos, ou que ao menos não esteja buscando isso. Desenvolver ou escalar um produto ou serviço capaz de alavancar um crescimento exponencial muitas vezes demanda um capital que uma startup tipicamente não possui dentro de casa. Neste sentido, uma prática bastante comum é sair ao mercado levantando a verba necessária para um projeto ou até mesmo para a subsistência da própria empresa. É o passo em que uma startup sai do *bootstrapping* (ou seja, se mantém com os recursos dos fundadores) e passa, finalmente, a ter investidores externos.

Esse é um momento bastante delicado da vida empresarial de qualquer startup, pois pode ser a primeira vez que alguém completamente alheio ao negócio fará parte do dia a dia da empresa, principalmente no aspecto financeiro. Se há um capital externo envolvido, muitos cuidados devem ser tomados.

Este artigo busca elucidar, sob um ponto de vista jurídico, as diferentes etapas pelas quais passam investidores e startups, do início das negociações até o fechamento da operação. Quais contratos devem ser assinados? Quais são os diferentes tipos de estruturas jurídicas adotadas? Quais os direitos envolvidos?

As respostas a estas questões não são tão simples, pois cada investimento em startup é uma operação particular. Os variados estágios de desenvolvimento em que essas empresas se encontram, os diferentes produtos ou serviços que oferecem, as mais criativas organizações societárias que apresentam... enfim, as peculiaridades de cada situação tornam cada processo único, sendo difícil encontrarmos um deal que flua exatamente como outro.

Apesar disso, o ecossistema empreendedor brasileiro amadureceu bastante nos últimos anos e permitiu que fossem percebidas algumas características comuns a boa parte dos investimentos realizados. Podemos elencar alguns pontos muito importantes dessas operações, sendo que grande parte desses advém de um alinhamento cultural muito importante entre as necessidades de startups e as expectativas dos investidores. Os quadros a seguir mostram alguns exemplos.

**1) Flexibilidade dos investidores:** o investidor alinhado culturalmente com o ecossistema de startups normalmente apresenta uma maior flexibilidade em relação a questões sensíveis da empresa. Investidores de startups normalmente sabem que a empresa opera em situações arriscadas, pode pivotar a qualquer momento e pode ser que ainda não tenha resultados financeiros positivos.

## 2) Ciclos de investimento:

Normalmente, as captações são organizadas e agrupadas em rounds (rodadas) – em determinado período, abre-se uma janela de captação, em que a empresa determina um valor máximo a ser levantado e se “oferece” para investidores. Alguns rounds são maiores, outros menores; além disso, dentro de um mesmo round, pode haver também captação de recursos de diversas fontes – é comum encontrarmos rounds intermediários em que anjos e fundos coinvestem, por exemplo. Esses rounds recebem o nome de séries e costumam estar acompanhados de uma letra do alfabeto que cresce conforme a evolução das rodadas (ex.: Série A, Série B e assim em diante).

**3) Estrutura de capital:** uma empresa pode captar recursos basicamente de duas formas: *equity* ou *debt*. Na primeira, o investidor adquire uma participação societária da empresa; na segunda, a empresa toma uma dívida que deverá ser paga em determinado prazo e, na maioria das vezes, com acréscimo (juros). Contudo, dadas as características de grande parte das startups (como, por exemplo, assimetria informacional e cenário de incerteza), adota-se normalmente um modelo “híbrido”, no qual a empresa contrai uma dívida que poderá ser convertida em participação societária se cumpridas algumas condições predeterminadas. É o que observamos, por exemplo, em contratos de mútuo conversível. Isso mitiga alguns riscos para o investidor – que não precisa entrar no contrato social imediatamente, e correr os mesmos riscos dos fundadores

**4) Mecanismos de diminuição do risco:** além das estruturas híbridas (cf. item 3), temos a

adoção de alguns mecanismos projetados para que a relação entre investidor e startup seja bem delineada desde o início com a intenção de proteger as partes envolvidas. Alguns exemplos desses mecanismos são as obrigações contratuais de fornecimento de informações; direitos de investidores participarem da gestão da startup em conselhos consultivos e/ou Conselhos de Administração (será detalhado mais adiante); a injeção periódica/parcelada de capital; a presença de indicadores de performance (KPIs) que condicionam desembolsos; entre outros

## PASSO A PASSO

Feitas essas considerações sobre características recorrentes em investimentos em startups, falemos das etapas que normalmente compõem essas operações.

Apesar de boa parte dos investimentos ser de baixo volume (considerando 100 a 200 mil reais para Investimentos-Anjo e 1 a 4 milhões de reais para Venture Capital, por exemplo), a assimetria informacional e falta de organização por parte das startups podem desgastar a relação com investidores.

Nesse sentido, instrumentos jurídicos podem ser importantes aliados. Se documentos e contratos forem elaborados de forma objetiva e alinhados culturalmente com o ecossistema, investidores encontrarão um cenário muito mais confortável no momento da negociação e do fechamento.

Nem sempre as operações possuem as etapas descritas abaixo bem definidas, mas buscamos demonstrar neste material o que normalmente tem ocorrido no ecossistema. Assim, percorrê-las não é uma obrigação – mas pode ajudar a fazer que o

investimento e a relação com os investidores flua bem melhor.

## ETAPA 1: NEGOCIAÇÕES PRELIMINARES

O primeiro contato de uma startup com seu potencial investidor, em grande parte das vezes, pode ser formalizado por meio de Carta de Intenções (*LOI*), *Term Sheet* ou um Memorando de Entendimentos. Nesse tipo de documento, que geralmente não tem caráter vinculante, são expostas as circunstâncias básicas do investimento pretendido, caso tudo venha a ser concretizado, tais como:

- Valor total do investimento;
- Cronograma de desembolso pretendido e número de tranches;
- Prazo de vigência, utilizado como deadline para o fechamento;
- Estrutura e tipo de contrato que deverá ser firmado;
- Processo de due diligence como condição para o fechamento do investimento, bem como a regularização de contingências encontradas em auditoria, se aplicável;
- Demais condições precedentes, como o cumprimento de metas, índices, indicadores de performance ou regularização de aspectos gerais identificados pelo investidor; e
- Direitos mínimos atribuídos ao investidor, no caso de fechamento.

Entre os pontos apresentados, é bastante comum que algumas condições sejam impostas para que o investimento seja efetivado. Essas são as chamadas **condições precedentes**.

Antes de mais nada, normalmente exige-se que uma due diligence seja finalizada com parecer favorável; além da due diligence, também pode ser demandado que, durante esta fase, o empreendedor não negocie com mais nenhum investidor até que a negociação termine, que não seja revelado nenhum detalhe do deal ou que a empresa cumpra algumas metas básicas.

## ETAPA 2: AUDITORIA (DUE DILIGENCE)

Por meio da due diligence, o investidor conhece a empresa em que pretende injetar seu dinheiro. Uma vez que geralmente é uma figura externa à operação da startup, é necessário levantar informações sobre aquele negócio.

Durante a auditoria, o investidor (ou algum representante, como advogados ou auditores) examina uma série de documentos que podem evidenciar a situação jurídica, contábil e fiscal da empresa, como certidões, registros, livros, contratos firmados, documentos societários, entre outros. Ao fim da due diligence, o investidor tem conhecimento das contingências da empresa e tem condições de avaliar se poderá ou não seguir com o investimento.

Normalmente as seguintes áreas são analisadas: societário; imobiliário, contratos comerciais; contratos financeiros; tributário; previdenciário; trabalhista; contencioso cível; penal; propriedade intelectual; tecnologia da informação; e seguros.

O devido preparo para a due diligence é responsabilidade do empreendedor, uma vez que esta etapa é importante para que as negociações do investimento ocorram de forma mais segura e tranquila para todas as partes – inclusive para que não prejudiquem as condições básicas da rodada, como o próprio valuation da startup. Por isso, é importante que a empresa se preocupe desde cedo com algumas tarefas “chatas”, mas importantíssimas: formalizar as relações em contratos, registrar corretamente a contabilidade e não

postergar obrigações burocráticas são alguns exemplos.

## ETAPA 3: CONTRATOS DEFINITIVOS

Conforme acima mencionado, é comum considerarmos que o contrato que regula o investimento pode ser um contrato de **dívida** ou um contrato que assegura algum tipo de **participação societária**. Enquanto na primeira opção há uma relação de crédito, em que a empresa deve ao investidor, na segunda a relação é de propriedade: o investidor se torna dono de parte da empresa. Entretanto, não funciona de forma tão simples. Assim, existem basicamente três estruturas jurídicas utilizadas para a viabilização de investimentos em startups: (i) contrato de mútuo conversível; (ii) contrato de participação; e (iii) entrada direta no capital social.

### ***Mútuo conversível:***

Tais contratos são, na realidade, dívidas conversíveis. A utilização de dívidas conversíveis permite que os aportes sejam realizados sem que o investidor assuma de início os riscos de uma relação societária com uma empresa nascente, que ainda se encontra em posição de incerteza mercadológica.

Nesta estrutura, o dinheiro aportado é considerado um empréstimo com prazo de vencimento. Cumpridas condições preestabelecidas em contrato, o investidor poderá exercer o direito de conversão da dívida em participação societária na investida.

Se a empresa já for uma Sociedade por Ações, o mútuo pode ser substituído por uma debênture conversível.

### ***Contrato de participação:***

Apesar de pouquíssimo utilizada no mercado, uma outra forma de

contrato conversível que pode ser utilizada é o Contrato de Participação da Lei Complementar nº 155/2016, caso a startup se enquadre nos limites de Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte. Tal contrato permite que o investidor realize aportes e resgate futuramente os valores, sem que haja a relação societária ou a realização de um empréstimo propriamente dito. Se for interessante, o investidor também poderá exercer a conversão do aporte em participação societária, de forma semelhante ao contrato de dívida conversível. Neste caso, o contrato deve prever expressamente essa possibilidade.

### ***Aquisição de participação societária:***

Por fim, também pode ser utilizada a estrutura de investimento direto por meio de aquisição de participação no capital social da sociedade (por meio de um contrato de aquisição ou subscrição de quotas ou ações).

Como neste caso o investidor se torna um sócio “de cara” e já corre todos os riscos com a empresa, isto geralmente acontece quando a sociedade já apresenta um plano de negócios estruturado, crescimento e valorização sólidos, bem como um produto já validado e uma maior segurança a seus sócios e/ou investidores.

Neste caso, recomenda-se que a empresa já seja uma Sociedade por Ações, nas quais o ágio (diferença entre o montante desembolsado para comprar a participação e seu respectivo valor considerando o patrimônio líquido da empresa) não é tributado como receita da sociedade investida. Isso também normalmente é condição precedente para a conversão, como veremos adiante.

## Conversão

A conversão é o que garante a entrada do investidor na sociedade, nos casos de contratos de dívida conversível e participação. Isso significa, bem sucintamente, que a partir do exercício da conversão o investidor se tornará um *sócio* e terá direitos inerentes à participação nos lucros da sociedade e receber haveres em caso de dissolução da sociedade, por exemplo.

A conversão, assim, quita a dívida da sociedade em relação ao investidor. Sem terminologia jurídica, esse débito é “pago” com participação societária. Porém, existem algumas peculiaridades que devem ser consideradas nesse momento:

### Quanto de participação na empresa o investidor receberá na conversão?

A resposta para esta pergunta é: depende. O contrato pode estipular a resolução desta questão de duas formas: por meio de um valuation *pre-money* ou *post-money*. No primeiro, fixa-se desde o princípio o valor da empresa considerado para cálculo da porcentagem do investidor (ex.: valor de 1 milhão de reais para a sociedade, o investidor receberá 10% por 100 mil reais investidos); no segundo, estipula-se uma fórmula de cálculo que considera o valuation da startup em rodadas de investimento futuras, prevendo um desconto que proteja o investidor de uma “diluição” muito grande antes da conversão. Recomenda-se que as duas previsões estejam no contrato, pois se não houver rodadas futuras que aumentem o valuation da startup, é necessário saber quanto o investidor receberá em caso de conversão.

### Quais os procedimentos para conversão?

Normalmente, o investidor deve notificar a startup de sua intenção

de converter (no caso de conversão voluntária) ou ser notificado pela startup que converterá obrigatoriamente (no caso de conversão obrigatória em eventos de liquidez).

A maioria dos contratos prevê, por razões tributárias, que a startup seja transformada em Sociedade por Ações no momento da conversão. Isso evita que sejam devidos tributos decorrentes da diferença entre o valor pago pela participação societária, frente aos valores estipulados em contrato social (ágio). Nesse momento, além dos procedimentos societários referentes à transformação, é praxe que os acionistas também assinem um acordo de acionistas que regerá as relações, direitos e obrigações entre eles – levando em conta o que foi acordado com os investidores nos contratos de investimento.

### Como será a participação societária do investidor?

A partir do momento no qual o investidor se torna, de fato, um acionista, seus direitos na sociedade, agora, estão atrelados ao tipo de ação que é emitida em favor deste investidor no momento da conversão. Existem algumas espécies de ações, e entre elas as mais comuns são as ordinárias e preferenciais. Enquanto os portadores das primeiras possuem direito a voto, muitas vezes os da segunda não; em contrapartida, as ações preferenciais possuem vantagens patrimoniais, ou seja, seus portadores têm prioridade no recebimento de dividendos, por exemplo.

### Participação do investidor na gestão

Algumas vezes, os investidores podem requisitar participação na gestão da empresa. Se o aporte for de um fundo, normalmente ele será um FIP (Fundo de Investimento em

Participações), e a participação do investidor na gestão da empresa é obrigatória, segundo a CVM (Instrução CVM nº 578). No caso de investidores-anjo, a prática de conceder-lhes algum tipo de participação na tomada de decisões da empresa também se tornou recorrente - embora o smart money (contribuição intelectual para o negócio) seja informal.

Para atender essa exigência, startups e investidores têm adotado um mecanismo recorrente: dar ao investidor uma ou mais posições em órgãos de administração da empresa, como um Conselho Consultivo ou Conselho de Administração, por exemplo. Mas atenção: o mercado tem demonstrado que a influência do investidor e/ou o mecanismo utilizado para garantir sua participação na gestão da startup pode variar de acordo com o montante aportado, o momento da captação ou até mesmo a importância estratégica daquele investidor para a sociedade enquanto smart money.

### **Acordo de sócios**

Normalmente, contratos de investimento exigem a assinatura de um acordo de sócios no momento em que o investidor entrar no quadro societário da startup, seja por meio de uma conversão ou pela subscrição direta de ações/quotas.

Estas são algumas cláusulas normalmente encontradas em Acordos de Sócios:

- *Tag along*: O sócio indicado na cláusula terá o direito de vender, a seu critério, a sua participação societária conjuntamente aos demais sócios, caso haja uma proposta de compra do controle da sociedade por terceiro. Este direito garante que esse sócio não necessariamente precisará continuar sócio em uma sociedade cujo controle foi transferido a um terceiro;
- *Drag along*: Em sentido inverso, esta cláusula visa proteger os sócios indicados na cláusula em caso

de recebimento de uma oferta de venda. Por meio desse dispositivo, tais sócios serão obrigados a vender conjuntamente suas participações, nas mesmas condições ofertadas aos demais;

- *Lock-up*: alguns sócios-chave (normalmente, os fundadores) deverão permanecer na sociedade por um prazo mínimo determinado, sob pena de, em caso de alienação de suas participações, serem obrigados a fazê-lo pelo preço estipulado no contrato e não pelo valor de mercado da sociedade;
- Direito de voto afirmativo: certas operações somente poderão ser realizadas com anuência expressa do investidor;
- Regras de conversão de ações preferenciais e ações ordinárias, se aplicável;
- Confidencialidade: as informações da empresa e de seus acionistas serão confidenciais e não poderão ser divulgadas a terceiros;
- *Non-compete*: durante o período em que for sócio (e mesmo caso algum aliene sua participação e não faça mais parte da sociedade), os indivíduos indicados na cláusula de *non-compete* não poderão atuar, por determinado período de tempo, em concorrência direta à sociedade.

### **Evento de saída**

Por fim, é possível dizer que este é o principal objetivo do investidor. É o que demonstra que o dinheiro investido cresceu e ele agora retirará o retorno almejado.

No evento de saída, o investidor vende a sua participação a terceiros, por meio de um M&A ou até mesmo a venda direta a outrem, respeitados os direitos de cada sócio estipulados em acordo de acionistas e

estatuto social. Nesse momento, o investidor não mais será sócio da empresa – ele receberá um valor proporcional a sua participação societária e “sairá” da sociedade, não mais se obrigando perante os demais sócios e à sociedade, salvo nos casos que a lei preveja uma responsabilização estendida (como é o caso da trabalhista, por exemplo).

Uma outra possibilidade de saída é um evento como uma Oferta Pública de Ações (OPA ou, em inglês, IPO). Nesse momento, a empresa opta por abrir seu capital em bolsa de valores – e os detentores de ações, fundadores ou investidores, podem aproveitar o momento para lucrar com a venda total ou parcial de suas participações.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O investimento em startups pode parecer simples, mas na realidade é uma operação cheia de nuances e particularidades. Aqui, falamos um pouco de situações recorrentes no ecossistema brasileiro, mas não necessariamente as etapas serão percorridas de uma forma regrada. Diferentes características dos investidores e das empresas podem afetar significativamente cada situação – por isso, nunca pode ser dispensada a atuação de advogados experientes nesse tipo de operação e, principalmente, alinhados com a cultura empreendedora.

Também é importante que as expectativas estejam bem delineadas desde o começo. Isso só pode ser feito pelos empreendedores e os investidores, que devem “abrir o jogo” na negociação sobre o que esperam com aquele investimento. Afinal de contas, o ideal é que todos prosperem – o investidor e a startup necessariamente precisam jogar no mesmo time.

No fim do dia, a expectativa é que todos ganhem com este tipo de operação: a startup, pois poderá impulsionar seus negócios com o aporte financeiro; o investidor, pois terá a chance de obter um retorno exponencial do capital investido; e o ecossistema, por sua vez, pois terá ali uma startup capaz de entregar um produto ou serviço inovador importante para economia e desenvolvimento do país.



Com o objetivo de preparar nossos advogados para uma realidade em constante transformação e assegurar a excelência de nossos serviços, criamos o ThinkFuture: o programa de inovação de TozziniFreire.

## TEMOS CULTURA DE INOVAÇÃO

TozziniFreire tem orgulho de ser o primeiro escritório de advocacia full-service brasileiro a se concentrar na inovação e no empreendedorismo através da cooperação com aceleradoras, fundos de capital, universidades e grandes empresas em processo de transformação digital. A atuação perante entidades reguladoras nos permite o desenvolvimento de um ambiente estimulante para o ecossistema de inovação. Nossos profissionais são membros de comitês das mais relevantes associações brasileiras dedicadas ao empreendedorismo e ao capital de risco. Todos os projetos são desenvolvidos em intensa colaboração com as áreas de Tributário, Trabalhista, Propriedade Intelectual, Compliance, Consumidor e Mercado de Capitais do escritório.

Em parceria com aceleradoras, prestamos assessoria jurídica em questões como elaboração/revisão de atos societários, acordos de sócios, contratos comerciais e de trabalho, política de privacidade e termos de uso e auxílio no registro de marcas. TozziniFreire realiza vendor due diligence para identificação de potenciais riscos e contingências, assim como possíveis medidas para mitigação; e para assessoria legal em operações de M&A, incluindo suporte na negociação com potenciais investidores e elaboração/revisão dos documentos da transação.

### AUTORES



#### CARLA DO COUTO HELLU BATTILANA

Sócia

ccouto@tozzinifreire.com.br



#### CHRISTIANE ALVES ALVARENGA

Sócia

calvarenga@tozzinifreire.com.br



#### VICTOR CABRAL FONSECA

Especialista de Inovação | Advogado

vfonseca@tozzinifreire.com.br

TOZZINIFREIRE  
ADVOGADOS

TOZZINIFREIRE

A D V O G A D O S