INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
LLM EM DIREITO SOCIETÁRIO

BRUNO SALAMA

ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

SÃO PAULO
2018

BRUNO SALAMA

ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Monografia apresentada no Programa de LLM em Direito Societário do Insper.
Área de Concentração: Direito Societário
Orientadora: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

SÃO PAULO
2018

SALAMA, Bruno

Estruturas jurídicas de investimento em startups: *private equity* e *venture capital* / Bruno Salama — São Paulo, 2018.

Monografia de LLM — Insper, 2018.

Orientador: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

Área de concentração: Direito Societário

1. Estruturas jurídicas. 2. Investimentos. Startups. 3. *Pivate equity*. 4. *Venture capital*. I. Bruno Salama. II. Estruturas jurídicas de investimento em startups: *private equity* e *venture capital*.

BRUNO SALAMA

ESTRUTURAS JURÍDICAS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS: *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Monografia apresentada no Programa de LLM em Direito Societário do Insper.
Área de Concentração: Direito Societário
Orientadora: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

Data de aprovação: ____ / ____ / _____

BANCA EXAMINADORA

ANA CRISTINA VON GUSSECK KLEINDIENS
PROFESSORA ORIENTADORA DO INSPER LLM EM DIREITO SOCIETÁRIO

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar as estruturas jurídicas para investimentos em startups. O foco reside nas operações de *venture capital* e *private equity*, estruturadas por meio de aquisição de participação societária, subscrição de aumento de capital e contratação de mútuos conversíveis. Tem-se em mente, nas operações dessa natureza, que o objetivo primordial dos investidores é de impulsionar as atividades da empresa, com a finalidade de gerar valor e lucrar com a venda da empresa no futuro por valor exponencialmente maior. A parte substancial do retorno financeiro vem da alienação do investimento no médio ou longo prazo, e não do desenvolvimento das atividades da empresa. As estruturas são pensadas para atender aos interesses dos investidores, notadamente o de retorno financeiro, com mitigação de riscos ligados à responsabilização por obrigações da empresa e com níveis graduais de ingerência nas investidas, para se garantir a operação dentro de diretrizes pré-estabelecidas entre as partes.

Palavras- chave: Empreendedorismo. Estruturas jurídicas. Investimentos. Startups. *Private equity*. *Venture capital*. Aquisição de participação societária. Subscrição de aumento de capital. Mútuo conversível. Acordo de Sócios.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the legal frameworks for investments in startups. The focus is on venture capital and private equity, structured through acquisition of equity interest, subscription of capital increase and contracting of convertible loans. It is necessary to bear in mind, in transactions of this nature, that the primary objective of investors is to boost the company's activities in order to generate value and profit from the sale of the company in the future by an exponentially higher value. The substantial part of the financial return comes from the sale of the investment in the medium or long term, and not from the development of the company's activities. The structures are designed to meet the interests of investors, mainly of financial return, with mitigation of risks related to liability for company liabilities and with gradual levels of interference in the invested company’s management, to assure the operation of the company within guidelines pre-established between the parties.

Keywords: Entrepreneurship. Legal structures. Investments. Startups. Private equity. Venture capital. Equity acquisition. Subscription of capital increase. Convertible loan. Partners’ agreement.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO……..... 8

2 CONCEITO DE STARTUP..... 11

3 *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*..... 14

4 AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA..... 19

4.1 O Contrato de Investimento..... 21
4.2 Do Acordo de sócios/acionistas em operações de *private equity*..... 24
4.2.1 Restrições à transferência de participação societária..... 26
4.2.2 *Lock up* e obrigação de permanência..... 30
4.2.3 Das Disposições sobre a administração..... 32

5 MÚTUO CONVERSÍVEL…… 35

5.1 Considerações Iniciais..... 35
5.2 Patrimônio de afetação e desconsideração da personalidade jurídica..... 36
5.3 Contrato de Investimento..... 38
5.4 Restrições à transferência de participação societária..... 39
5.5 Das Disposições sobre a administração..... 40
5.5.1 Penhor de quotas e direito de veto do credor pignoratício..... 40

6. CONCLUSÃO…… **44**

BIBLIOGRAFIA…… **47**

1 INTRODUÇÃO

É fácil perceber o quanto o ecossistema empresarial mudou nos últimos anos, no Brasil e no mundo. O surgimento de cada vez mais startups vem criando um ambiente marcado pelo dinamismo e pela velocidade com que o mercado sofre alterações e com que empreendedores alteram a forma de pensar e atuar em seus negócios.

As inovações promovidas pelas startups com o uso intenso de tecnologias aceleram cada vez mais o ritmo com que se modifica a forma de criação de produtos, desenvolvimento de serviços e até mesmo de relacionamento entre pessoas. Estudos apontam que, se antes uma revolução acontecia a cada 300 anos, hoje elas ocorrem a cada 10 anos, quando muito.[1]

As startups estão no centro desse novo ecossistema no mundo do empreendedorismo, que é marcado pela inovação. Tamanho é o dinamismo que fica difícil de se estimar a quantidade de empresas desse tipo, dado que são constituídas e dissolvidas com uma frequência tão elevada que as pesquisas dificilmente conseguem acompanhar. Quando se chega a um resultado, muitas vezes ele já é obsoleto em relação à nova realidade.

Um levantamento feito pela Startse apontou que a quantidade de startups no Brasil em 2016 era de 4.273. A mesma pesquisa mostrou que, em 2014, a quantidade era de 2.922. Ou seja, houve um crescimento de quase 70% em apenas 2 anos.[2]

Em paralelo, um estudo realizado pela Fundação Dom Cabral em 2014 apurou que 25% das startups são dissolvidas antes de completar um ano em atividade. Ainda, foi apurado que esse número sobe para 50%, quando analisados os 4 primeiros anos de operação.

O mesmo estudo da Fundação Dom Cabral também verificou as causas de descontinuidade de startups brasileiras. Os motivos eram variados e, entre os principais, estavam a falta de comprometimento dos fundadores em tempo integral, o não alinhamento

---

[1] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.13.

[2] Informação disponível em https://startse.com/about.

entre os interesses pessoais e profissionais dos fundadores e também a falta de capital para investir no negócio. [3]

Como fatores menos importantes, apareceram a não aceitação do produto ou serviço no mercado, a falta de identificação dos fundadores com o negócio e a inviabilidade de produção da tecnologia do produto idealmente idealizado.[4]

Diante desse cenário, em que startups surgem com uma velocidade incrível e desaparecem em ritmo igualmente assustador, surge a necessidade de um tratamento jurídico diferenciado, pronto para atender às expectativas de empresas dinâmicas, altamente tecnológicas e que procuram impulsionar seus negócios no curto e médio prazo. Ao contrário, no pensamento tradicional de mercado as empresas buscavam um crescimento não necessariamente tão rápido, mas duradouro e seguro. O mercado não era tão agressivo com relação ao prazo para as coisas funcionarem e as empresas dispunham de um tempo mais extenso até que alcançassem suas metas.

Ademais, hoje os empreendedores são mais adeptos ao risco e a ideia de aceitar os sócios investidores, ou de capital. O ordenamento jurídico, porém, não se adapta especificamente para isso, mas talvez nem seja necessário. Na maioria dos casos, acaba sendo papel do advogado encontrar, na maleabilidade da lei, formas de atender aos novos interesses que vem surgindo.

O que ocorre é que os contratos passam a incorporar e refletir a essência desse novo cenário, marcado pela inovação, risco e potencialidade lucrativa.[5] O advogado deve atuar pautado pela livre iniciativa das partes contratarem, limitado pela legalidade e outros princípios contratuais, para ajustar os instrumentos jurídicos conforme novos interesses. A teoria econômica entende inclusive que os contratos são sempre incompletos, por ser impossível se

---

[3] NOGUEIRA, Vanessa. ARRUD, Carlos. **Causa da Mortalidade das Startups Brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.** Disponível em: <http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Artigos%20FDC/Artigos%20DOM%2025/Causas%20da%20mortalidade%20das%20startups%20brasileiras.pdf>

[4] NOGUEIRA, Vanessa. ARRUD, Carlos. **Causa da Mortalidade das Startups Brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.** Disponível em: <http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Artigos%20FDC/Artigos%20DOM%2025/Causas%20da%20mortalidade%20das%20startups%20brasileiras.pdf>

[5] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.17

prever o futuro, pela improbabilidade da ocorrência de certos fatos e pela imprecisão da expressão do acordo, conforme ensina Paula A. Forgioni, em Teoria geral dos Contratos Empresariais.[6] Porém, se antes as lacunas eram vistas como algo negativo, no novo cenário de dinamismo elas passam a ser vistas justamente como algo necessário para que a relação seja duradoura e aproveitada pelas partes. É justamente nas lacunas que se deixa margem para as mudanças futuras e imprevisíveis.[7]

A entrada de investidores, como sócios ou não, têm sido, no Brasil e no mundo, algo essencial para o crescimento de empresas, aliando capitais e ideias para se impulsionar negócios, muitas vezes com objetivo de vende-las no futuro, e outras tantas vezes de transformar startups em multinacionais.

O maior e melhor exemplo de startup no Brasil é o da 99, conhecida empresa de mobilidade urbana. Em janeiro de 2018, a 99 se tornou o primeiro "unicórnio brasileiro", assim chamadas as empresas avaliadas em pelo menos 1 bilhão de dólares, ao ter o seu controle assumido pela empresa chinesa Didi Chuxing, que já vinha investindo de forma pesada na empresa há algum tempo.

Tendo em vista a ruptura do pensamento mercadológico tradicional e a mudança de paradigmas com o surgimento das startups; a ideia do presente estudo será (a) entender as estruturas jurídicas criadas para atender à entrada dos investidores nas startups; (b) quais são os interesses dos investidores, e (c) como enquadrá-los nos principais tipos de estrutura existentes.

Mas o que é o uma startup, afinal de contas? É certo que não há definição jurídica para o termo e não é um instituto regulado por nenhuma norma no Brasil. Necessário, portanto, antes de prosseguir, entender o conceito de startup e para a finalidade do estudo ora proposto.

---

[6] FORGIONI, Paula A. **Teoria geral dos Contratos Empresariais**. 2 ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008. p.72.

[7] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.24.

2. CONCEITO DE STARTUP

Sabemos que startup não consiste em um tipo societário e tampouco está relacionado à uma categoria de empresa ou à sua área de atuação. É um termo que vem das áreas de economia e finanças, utilizados por empreendedores, e mesmo entre eles é difícil de se encontrar uma definição unânime, precisa e direta.

Para Steve Blank e Bob Dorf, autores de *The Startup Owner Manual*, por exemplo, as startups são empresas que se encontram em estágio inicial de desenvolvimento, caracterizadas por ausências de procedimentos internos e organização, movida por impulsos de comercialização de uma ideia inovadora e que, na maioria das vezes, têm a tecnologia como forte instrumento de desenvolvimento de suas atividades. Eles explicam que:

> *"(...) Startup não é uma versão menor de uma sociedade grande. Startup é uma organização temporária em busca em busca de um modelo de negócios lucrativo, escalável e repetitivo"*[8] (tradução livre).

A ideia de que se refere mais ao estágio de desenvolvimento da empresa do que ao seu tipo é difundida também por Lucas Pimenta Júdice e Erik Fontenele Nybo, em Direito das Startups.[9]

A StartSe, empresa que se define como integrador e agente econômico do ecossistema brasileiro de startups, por sua vez, diz que a startup deve ser uma empresa nova ou pequena, que desenvolve produtos ou serviços inovadores. Deve ser disruptiva, entre outras características que costuma ter[10]. Eles definem startup da seguinte forma:

> "(...) *o período inicial, intenso e temporário de um novo empreendimento que - provavelmente utilizando tecnologia no*

---

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

[9] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.30.

[10] Informação disponível em https://censo.startse.com/#collapseSeven

produto final ou em algum processo relevante - está buscando validar um modelo de negócios inovador, repetível e escalável, sob condições de extrema incerteza. (...) uma empresa (ou um projeto de empresa) jovem que procura ser replicável e escalável em seu modelo de negócios, normalmente apresentado em um cenário de incertezas e soluções a serem desenvolvidas. Embora não seja definitivamente apenas negócios digitais, uma startup necessita de inovação, para não se transformar em uma empresa de modelo tradicional."

Para a Associação Brasileira de Startups, que foi fundada para promover e representar as startups brasileiras, startup se define da seguinte maneira:

"(...) um momento na vida de uma empresa, onde uma equipe multidisciplinar busca desenvolver um produto/serviço inovador, de base tecnológica, que tenha um modelo de negócio facilmente replicado e possível de escalar sem aumento proporcional dos seus custos. Uma das características mais importantes de uma startup está em sua capacidade de ganhar escala rapidamente, ou seja, de ter seus produtos utilizados por um número grande de pessoas em pouco tempo. Uma startup também costuma apresentar baixo esforço de replicação de seus produtos, isto é, custos de operação que cresçam proporcionalmente a taxas menores que sua receita, na medida em que a empresa ganha escala. Por essa razão, utilizam de forma intensiva a tecnologia, em especial as tecnologias da informação e a Internet. Outra característica importante de uma startup é o ambiente de incerteza no qual ela está inserida. Em sua fase inicial, muitos elementos que compõe seu modelo de negócio estão ainda incertos e pouco definidos."[11]

[11]Informação disponível em https://abstartups.com.br/.

Também é possível notar, como ponto comum nas startups, o forte controle de custos. Como nos estágios iniciais, as empresas não possuem tantos recursos e nem receitas para cobrir despesas elevadas, opta-se por controlar gastos o máximo possível.[12]

Isso implica, por exemplo, na necessidade de os sócios trabalharem em tempo integral na empresa e exercerem múltiplas tarefas. É o sócio quem cuida do desenvolvimento do produto, de sua comercialização, do marketing, etc. Em startups não há espaço para especialistas focados em cada área da empresa. Não são raras as vezes em que, por muito tempo, todo o trabalho é desenvolvido pelos sócios fundadores sem contratação de qualquer empregado. Contratam, no máximo, prestadores de serviços para trabalhos pontuais e/ou muito técnicos, como serviços de contabilidade e jurídicos.

Assim, das diversas definições de startups, podemos observar algumas características comuns à maior parte delas e que parecem fazer bastante sentido com a ideia transmitida nas definições propostas por cada especialista, quais sejam: (i) o fato de se encontrarem em estágio inicial do desenvolvimento da atividade empresarial; (ii) a necessidade de receber capital de terceiros para manter e impulsionar suas atividades; (iii) o perfil inovador e disruptivo do produto desenvolvido ou serviço prestado; (iv) o uso de tecnologia, seja na produção, comercialização do produto, ou na prestação do serviço; e (v) a simplicidade das estruturas internas e o forte controle de custos.[13]

Pois bem, entre os principais pontos, nota-se que as startups são marcadas pela necessidade de investimentos externos, visto que não se desenvolvem apenas com as receitas próprias. Assim há diversos meio de implementação de investimentos em empresas que estão em fase pré-operacional ou em estágios iniciais de operação. O capital de terceiros pode entrar das mais diversas formas, tais como *venture capital* e *private equity*, que serão abordadas nos próximos capítulos. Há ainda outras formas, como o investimento anjo, *crowdfunding* (financiamento coletivo), o *equity crowdfunding* (investimento coletivo), empréstimos de amigos e familiares, etc.

---

[12] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.31.

[13] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p.32.

3. *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*

Assim como startup, a *private equity* e a *venture capital* são conceitos que também vêm da área de negócios e econômico-financeira, e não da área jurídica. Deste modo, não se encontra definição no ordenamento jurídico para esses conceitos. Portanto, é necessário novamente, recorrer a diversas fontes e definir esses conceitos conforme finalidade deste estudo.

O *venture capital* é uma forma de investimento usada em empresas que já se encontram em fase operacional, e estão na fase inicial de comercialização de seu produto ou serviço. A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial –ABDI ensina, no Estudo "Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores", que o *venture capital* consiste nos investimentos onde "*a empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que possa ser suportada pela geração interna de caixa para ampliar a comercialização, melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva, etc.*"[14]

Private Equity, por sua vez, é uma forma de investimento em empresa relativamente madura, em estágio um pouco mais avançado. É utilizado para expandir ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados, financiar aquisições, e usado para reestruturação de companhias em estágios avançados de desenvolvimento envolvendo ou não aquisição de controle. [15]

A ABDI traz também uma definição mais genérica de *private equity*, conforme segue:

> *"Private Equity (PE), em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações (equity investments) de empresas não*

[14] Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI. Estudo "**Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**". Coordenado por Cássio Marx Rabello da Costa. 2011. Disponível em <http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf. p. 97.

[15] Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI. Estudo "**Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**". Coordenado por Cássio Marx Rabello da Costa. 2011. Disponível em <http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf. p. 97.

listadas em mercados públicos de valores, independentemente da estrutura societária utilizada."[16]

Para Ian Muniz, autor de Fusões e Aquisições: Aspectos Fiscais e Societários, *"por private equity entendemos determinados grupos financeiros que visam aportar recursos financeiros em empresas com grande potencial de crescimento no seu mercado relevante, normalmente em troca de uma participação minoritária, gerando, assim, a oportunidade de ganhos financeiros no médio e longo prazo".*[17]

O *venture capital* seria um tipo de investimento de *private equity*, mas os termos passaram a ser utilizados com significados distintos ao longo do tempo. *Private equity* passou a ser utilizado para empresas em estágios ligeiramente mais avançados, enquanto *venture capital* para investimentos em empresas que se situavam em estágios mais iniciais. Fato é que se tratam de modalidade muito parecidas e, do ponto das estruturas jurídicas, as diferenças não são relevantes. Portanto, essas modalidades de investimentos, para a finalidade ora proposta, serão tratadas em conjunto e sem distinção e pelo termo genérico de *private equity*.

E, assim como não há definição jurídica para *venture capital* ou *private equity*, não há mecanismos jurídicos específicos para essas formas de investimento. O que ocorre na prática é a utilização de mecanismos típicos jurídicos para se estruturar tais operações e atender aos interesses das partes envolvidas. As estruturas mais usuais nesses casos são a aquisição de participação societária e o mútuo conversível em participação societária.

Portanto, abordar-se-ão, nos próximos capítulos, as estruturas jurídicas utilizadas nos investimentos em startups, trabalhando os seus principais aspectos, principalmente sob a perspectiva dos interesses dos investidores, mas ponderando-se também com pontos de interesse dos sócios fundadores da empresa.

---

[16] Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI. Estudo "**A indústria de Private Equity e Venture Capital, 2º Censo Brasileiro**". Supervisão de Maria Luisa Campos Machado Leal (ABDI). 1ª Edição. 2011. Disponível em: http://www.abdi.com.br/Paginas/estudo.aspx?f=Investimentos%20e%20Novos%20Neg%C3%B3cios. p. 41

[17] MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 337.

Entre as preocupações dos investidores, além é claro das questões estruturais e negociais, estão os impactos tributários de cada forma de investimento. Pensando tanto na entrada do capital como na sua saída, algo muito importante em se ter em mente desde a estruturação do negócio são os impactos tributários, que norteiam a escolha de investimento através de: sociedades limitadas ou por ações, via capital direto ou mútuo, tributação em ganho de capital, etc.

E, como startups muitas vezes são voltadas para área de tecnologia, aspectos sobre propriedade intelectual também são relevantes nessas operações. Conforme ensina Silvio Venosa, "*a tutela da propriedade industrial recai sobre a invenção, o modelo de utilidade, o desenho industrial e a marca.*" Elas usualmente envolvem invenções, marcas, softwares e outros bens tutelados pelo direito de propriedade intelectual, sujeitos à registro perante o Instituto Nacional de Propriedade Industrial – INPI.[18][19]

O foco deste estudo, porém, residirá nos aspectos societários das mencionadas estruturas jurídicas, não se destrinchando os aspectos tributários, de propriedade intelectual ou de outras áreas, ainda que relacionadas e de grande relevância para os investidores.

O advogado responsável pela estruturação do negócio sempre precisará ter em mente o que se passa na cabeça do investidor. O investidor certamente desejará uma forma de investimento que lhe permita o melhor retorno financeiro possível, dentro dos riscos assumidos, normalmente no médio ou longo prazo. Assim, é muito importante entender como se dará a remuneração sob o aspecto jurídico.

Outro ponto é o nível de ingerência na empresa pretendido pelo investidor. Quer dizer, os poderes que o investidor terá para interferir na tomada de decisão da empresa, seja no âmbito de deliberações de sócios ou de atos da administração.

O terceiro ponto é o risco de responsabilização. Dependendo da estrutura, o investidor pode estar mais ou menos sujeito a uma responsabilização por obrigações da empresa. Sendo

---

[18] VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Direito Empresarial**. Vol. VIII. São Paulo: Atlas, 2010. p. 72

[19] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 1: Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 351

sócio da empresa, por exemplo, assume-se um risco maior do que sendo um credor de um mútuo, como veremos adiante.

É justamente no segundo e terceiro pontos que residirá o maior conflito na estruturação da operação. Isso porque eles são, em geral, proporcionais, sendo que um tem impacto direto no outro. Quer dizer, quanto maior o nível de ingerência, maior a sujeição do investidor a ser responsabilizado pelas dívidas sociais. Cabe ao advogado entender onde está o ponto de equilíbrio ótimo para cada investidor, não havendo uma resposta universal que valha para todos os investimentos. Lembrando, é claro, que é impossível de se blindar completamente de responsabilidades, por mais que haja mecanismos para isso, tanto na lei quanto nos contratos. A ideia é estruturar o investimento sempre para mitigar as responsabilidades, nunca achando que serão anuladas.

Pode-se dizer que um investidor que não é sócio e não ocupa nenhum cargo de administração poderá - e deverá - ser visto como um mero credor da sociedade não havendo, via de regra, que se cogitar sua responsabilização por qualquer obrigação da sociedade, seja ela qual for. Por outro lado, um investidor que ingresse como sócio e também ocupe uma cadeira na administração tem grande influência na tomada de decisão, certamente estará mais exposto ao risco da atividade e, por consequência, corre maior risco de eventual responsabilização (ainda que a regra geral seja de não responsabilização).

Assim, a ideia será esclarecer qual é a melhor forma de estruturar a operação para atender aos interesses do investidor, conforme o caso. Se por um lado o interesse financeiro sempre está presente, por outro lado, os demais pontos costumam variar em grau de intensidade. Há investidores que, por qualquer razão, confiam na capacidade dos sócios da empresa investida, não tendo o interesse em ter grandes poderes de administração ou de interferir na tomada de decisão. Esse investidor normalmente ajuda a empresa que apenas necessita de recursos para alavancar as atividades, satisfazendo-se, portanto, apenas com alguns poderes de veto em decisões sobre matérias mais delicadas.

Por outro lado, há situações em que o investidor não deseja contribuir apenas com recursos financeiros, mas também com sua capacidade técnica e sua expertise na área de atuação da investida. São investidores que acreditam que a empresa não precisa apenas de recursos para decolar, mas que há também alguma dificuldade técnica das pessoas que

atualmente tocam o negócio. Esse investidor costuma exigir uma cadeira no conselho de administração da investida ou mesmo na diretoria, para poder interferir nos rumos da empresa e mesmo no dia-a-dia.

A estruturação de um investimento em startup deve ser algo *taylor made*. Talvez o maior desafio do advogado seja entender qual é o ponto de equilíbrio entre ingerência e responsabilidade que melhor atende o seu cliente, caso a caso, e desenhar a estrutura com base nisso.

Pois bem, a ideia será trabalhar as estruturas jurídicas para responder, entre outras questões, essa principal: como estruturar o investimento para atender aos interesses do investidor de ser remunerado pela empresa, ter certos poderes de administração e compartilhar o mínimo possível dos riscos da atividade.

4. AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Uma das principais estruturas de investimento em uma startup, senão a principal, é a aquisição de participação societária, pelo investidor de *private equity* na startup. É uma estrutura pela qual o investidor se torna sócio/acionista da empresa, direta ou indiretamente, sendo que a aquisição de participação pode ou não envolver a aquisição do controle da sociedade.[20]

Retomando brevemente o que foi explicado anteriormente, a diferença entre a aquisição de participação em uma startup e a aquisição em outras sociedades é que, usualmente, o investidor de *private equity* já tem, desde o princípio, a intenção de vender sua participação no futuro. A ideia não é de permanecer indefinidamente na empresa, tomando o negócio para si e lucrando com a atividade, mas sim de impulsionar as atividades da empresa para que o negócio decole. Em alguns anos o investidor aliena sua participação por um valor substancialmente superior ao que foi investido.

É claro que o investidor pode ser remunerado de acordo com a lucratividade do negócio enquanto permanece como sócio da empresa, mas a expectativa é de lucrar em proporções maiores na saída do investimento.

E como a ideia é que o investidor aporte os recursos para que os fundadores façam o negócio rodar, esses investimentos não são feitos apenas através da compra e venda da participação societária detida pelos sócios fundadores, pois se o dinheiro aportado para o investimento fosse apenas para o bolso dos fundadores, as atividades não seriam impulsionadas.

O ideal, pelo contrário, é estruturar uma operação preponderantemente *cash in.* Existe a possibilidade de se proceder com a aquisição de participação dos sócios fundadores e de obrigá-los contratualmente a aportar o dinheiro recebido pela venda de volta na empresa, reinvestindo o valor adquirido. Porém, como a startup nesse momento ainda deve estar avaliada em valores sem muita expressão, isso significaria que não haveria tantos recursos assim a serem reinvestidos a ponto de mudar os rumos da empresa financeiramente.

---

[20] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.**). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 48.

Consequentemente, costuma-se optar pela aquisição originária da participação societária, ainda que combinada com pequena parcela de aquisição secundária, com parcela do preço *cash out*, para que os fundadores sejam remunerados, ainda que numa escala menor, já com a transação, em contrapartida à entrada do investidor.[21]

Ou seja, a melhor opção costuma ser a subscrição de aumento de capital social pelo investidor, injetando recursos diretamente na empresa, aumentando seu capital social e gerando caixa que dê suporte às atividades. Isso costuma implicar num aumento substancial do capital social, de modo que o investidor passar a deter quase a totalidade da participação societária da empresa.

Cabe observar também que, apesar de poder haver a pequena parcela do preço *cash out*, também não é a intenção primordial dos fundadores de ser remunerado em contrapartida à entrada do investidor. Quer dizer, a própria entrada do investidor é a "remuneração" esperada neste momento. O fundador, assim como investidor, está pensando neste momento – ou deveria estar – no médio e/ou longo prazo. Desta forma, ele pode acabar recebendo um valor a título de preço de aquisição, mas a ideia é que a fatia maior do investimento seja feito na empresa.

Em outras palavras, o espírito no momento da entrada do investidor é de associação entre as partes, com foco total na empresa, e não na lucratividade individual de cada um. Nem os fundadores estão preocupados em lucrar pessoalmente com a entrada do investidor, e nem o investidor esperar receber lucros exorbitantes no curto prazo. Pelo contrário, eles se associam com a finalidade quase exclusiva de impulsionar os negócios e vender a empresa. Essa venda será feita futuramente, momento em que, aí sim, ambos estarão preocupados em lucrar.[22]

---

[21] PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.69.

[22] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.**). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 48

4.1. O CONTRATO DE INVESTIMENTO

Para regular todos detalhes da operação de compra e venda de participação societária, costuma-se celebrar, inicialmente, um chamado contrato guarda-chuva, que pode ser denominado contrato de investimento ou de qualquer outra forma desejada pelas partes. Este contrato guarda-chuva determinará as linhas gerais do investimento e todos os principais termos e condições.

Entre os termos e condições, durante as negociações haverá foco nas cláusulas de declarações e garantias e indenização, elaboradas conforme auditoria a ser realizada pelo investidor na empresa. Na auditoria, entre outras coisas, serão identificados os passivos e contingências da empresa, tanto em relação ao valor, como à natureza, e outros aspectos. Isso permite que o investidor mensure o risco que assumirá ao ingressar no negócio, permitindo se estabelecer contratualmente os mecanismos de proteção. Caso o investidor entenda que o risco é muito alto, ele poderá, inclusive, optar pela alternativa de investimento via mútuo conversível, conforme será analisado no Capítulo 5.

O contrato guarda-chuva também determina a celebração dos contratos e documentos acessórios, conforme aplicável em cada caso. Alguns exemplos mais comuns são o contrato de compra e venda de participação societária, documentos societários da empresa para refletir o investimento (aumento de capital e ingresso do investidor, em se tratando de sociedade limitada), acordo de sócios/acionistas, etc.

Os acordos de sócios/acionistas merecem maior atenção, pois são firmados em praticamente todas as operações dessa natureza e tratam de questões essenciais no contexto do *private equity*. Isso porque ele tem a finalidade primordial de regulamentar a governança corporativa da empresa, bem como os mecanismos de saída do investimento. Falaremos disso em maiores detalhes em um tópico específico, mais à frente.[23]

Também vale destacar, como um dos pontos mais interessantes da aquisição de participação societária, a forma de remuneração do investidor. Por se tornar sócio da empresa,

[23] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.**). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 385.

o investidor pode ser remunerado através da distribuição de dividendos, que pode ocorrer após o término de cada exercício social, ou em períodos menores. [24] Neste último caso, a distribuição pode ser feita a título de adiantamento de dividendos ou à conta de lucros acumulados/reservas, conforme deliberado pelos sócios na assembleia/reunião de sócios e facultado pela Lei das S/A.[25]

Trata-se de uma remuneração isenta de tributação para o sócio que a recebe, seja ele pessoa física ou jurídica, brasileira ou estrangeira e, portanto, acaba naturalmente sendo uma alternativa muito vantajosa para o investidor. Com isso, por mais que o foco seja o retorno financeiro no longo prazo, é possível obter algum retorno constante desde o início do investimento.

O ponto negativo dessa forma de remuneração é que, naturalmente, ela só é viável se a empresa de fato apurar lucros. Ou seja, os sócios apenas farão jus à remuneração nos exercícios sociais em que se apurar lucros, sendo vedado por lei a distribuição em exercícios em que se apurar prejuízo.[26]

Porém, vale destacar que, como já foi dito, a ideia é muito mais de lucrar com a saída do investimento do que ao longo da vida da empresa, então essa não é uma das maiores preocupações do investidor.

Inclusive, é muito comum que se estabeleça que, nos primeiros anos subsequentes ao investimento, a sociedade não distribuirá lucros aos sócios, ou distribuirá apenas uma parcela pequena, ficando os sócios obrigados a deliberar pelo reinvestimento dos lucros na sociedade, garantido maior impulsão às atividades.

Nesses casos, há duas alternativas. A primeira é estabelecer que os lucros serão capitalizados pelos sócios, conforme disposto no art. 169 da Lei das S/A.[27] Ou seja, aumenta-

---

[24] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010.p. 671

[25] Lei das S/A, Art. 204.

[26] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010. p. 664.

[27] Lei das S/A, art. 169.

se o capital social e a participação de cada um, passando os recursos ao caixa da empresa, para utilização conforme for pertinente.[28]

Uma segunda alternativa é a criação de reservas com finalidades específicas, nos limites permitidos na legislação, hipóteses em que os recursos já terão finalidade pré-determinadas, ao invés de simplesmente serem direcionados ao caixa sem qualquer destinação específica. Conforme exigência legal, deve estar previsto no estatuto o modo e finalidade da reserva, critérios para determinar a parcela dos lucros anuais a serem destinados a ela, bem como seu limite.[29] [30]

Evidente que é possível também combinar as alternativas, com parte dos lucros sendo capitalizada, parte constituindo reserva, e até mesmo uma parcela distribuída aos sócios a título de dividendos.

Imprescindível lembrar, no entanto, que a participação nos lucros da companhia consiste em direito essencial dos acionistas, do qual eles não podem ser privados, nem pelo estatuto, nem pela assembleia. A geração de lucros e consequente repartição são a finalidade da sociedade, sua razão de existir, motivo pelo qual consiste em direito essencial, irrevogável e irrenunciável.[31] Isso se aplica também para as sociedades limitadas, *mutatis mutandis*.[32]

Assim, a política de destinação do resultado da empresa deve ser elaborada com a cautela necessária para que não fira esse direito essencial. Estabelecer que os sócios são obrigados a capitalizar sua parcela de dividendos, por exemplo, não os priva de participar nos lucros, mas apenas estabelece a forma como isso é feito.

---

[28] PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 141.

[29] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Três. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.489.

[30] Lei das S/A, art. 194.

[31] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Dois. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.148.

[32] Lei das S/A, art. 109.

A criação de reservas também é lícita, nos termos da lei, conforme previsto no art. 194 da Lei das S.A., onde são estabelecidas condições para criação das reservas estatutárias.[33]

A política de distribuição de dividendos costuma ter suas diretrizes estabelecidas no Contrato de Investimento, mas em geral, é regulamentada de forma mais detalhada no acordo de sócios/acionistas, que passamos a ver adiante.

4.2. DO ACORDO DE SÓCIOS/ACIONISTAS EM OPERAÇÕES DE *PRIVATE EQUITY*

Como o acordo de sócios/acionistas costuma ser celebrado em quase todas as operações de *private equity*, ele merece este tópico separado para estudo. Trata-se de um contrato celebrado entre os sócios/acionistas de uma sociedade, conforme o caso, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos dos sócios/acionistas, no que concerne a negociação das quotas/ações, governança corporativa, política de distribuição de dividendos e diversos outros aspectos concernentes à relação das partes enquanto sócias/acionistas da empresa.[34]

Apesar de a Lei das S.A. elencar, no artigo 118, uma relação das matérias que podem constar dos acordos, essa relação não é taxativa. Deste modo, os acordos podem tratar de outras matérias, desde que lícitas e compatíveis com o interesse social. Conforme ensina Modesto Carvalhosa, os acordos visam a harmonização dos interesses dos acionistas com respeito aos seus direitos políticos junto à companhia e aos direitos patrimoniais sobre as ações.[35]

Para se entender a relevância do acordo de acionistas em operações de *private equity*, é necessário lembrar do fato de que o investidor costuma ter interesse predominantemente financeiro. A ideia é que o investimento impulsione os negócios, permitindo uma melhora no desempenho das atividades e nos resultados da empresa, para que no médio ou longo prazo o investidor se retire obtendo o maior lucro possível.

---

[33] Lei das S.A., art. 194.

[34] MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo, Quartier Latin, 2011.p.338.

[35] CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo, Ed. Saraiva, 2011.

Importante lembrar também que, apesar de haver a intenção de ser remunerado através do lucro da atividade econômica, o foco é, num primeiro momento, apenas impulsionar os negócios, mesmo que isso signifique abrir mão de remuneração nos primeiros anos, para aumentar a chance de um lucro muito superior no futuro. A paciência do investidor para receber a remuneração apenas mais para a frente é uma característica fundamental das operações de *private equity*, e que deve se ter em mente ao pensar nas estruturas jurídicas que darão suporte ao negócio.

Do interesse predominantemente financeiro decorre a necessidade de que o investimento tenha um grau de liquidez que permita ao investidor se desafazer dele quando julgar pertinente. Isto é, chegado o momento em que o investidor deseje romper seu vínculo com a empresa, seja porque a mesma se valorizou e há um terceiro interessado em comprar sua parte; seja porque passa a cogitar que não terá o retorno esperado ou por quaisquer outras razões, deverá haver mecanismos que facilitem a saída deste investidor.

Portanto, no acordo de sócios/acionistas costuma-se estabelecer regras para a transferência de participação societária, com períodos mínimos de permanência das partes, direito de preferência, entre outros mecanismos a serem abordados na sequência. [36]

Enquanto o investidor está na empresa, a ingerência não é o foco. Em geral, o investidor permite, e até deseja, que os fundadores continuem à frente dos negócios, por terem sido os desenvolvedores do produto ou serviço comercializado, por serem eles os especialistas na atividade. Não obstante, nenhum investidor deixará as empresas nas mãos dos fundadores, investindo seus recursos sem qualquer controle do que está acontecendo. O investidor de *private equity* sempre acaba tendo certa participação na gestão da empresa, em grau a ser determinado caso a caso.

Há investidores que não têm o *know how* do negócio, ou então são fundos sem pessoas físicas aptas a se envolverem nas atividades, casos em que o poder de ingerência costuma ser mínimo. Usualmente, esse poder mínimo se estabelece por vetos em reunião/assembleia de sócios.

---

[36] MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 342.

Entretanto, há também investidores pessoas físicas, ou mesmo pessoas jurídicas com alguma pessoa física relacionada (administradora, sócia, etc.) apta a auxiliar nas atividades, que buscam um poder de ingerência um pouco maior. Nesses casos, costuma-se optar pela ingerência através de um conselho de administração, ou atém mesmo de nomeação de diretor.

Esse poder de ingerência tem por finalidade garantir ao menos que a empresa se mantenha nos trilhos, conforme se detalhará mais adiante. E é justamente através do acordo de sócios/acionistas que se criam os mecanismos para garantir o atendimento desses interesses relacionados à ingerência.[37]

4.2.1. RESTRIÇÕES À TRANSFERÊNCIA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Entre a regulamentação das transferências de participação, naturalmente, é habitual se estabelecer o direito de preferência clássico. Deste modo, se qualquer sócio desejar alienar sua participação, o outro sócio terá preferência na aquisição frente a terceiros, nos mesmos termos e condições. [38]

O acordo costuma estabelecer em detalhes como se opera este mecanismo, com prazos para notificação e resposta, exercício de preferência sobre eventuais sobras, etc. Porém, no que concerne especificamente às operações de *private equity*, costuma-se utilizar mecanismos mais sofisticados e interessantes para regulamentar transferências de participação societária. Não são mecanismos exclusivos do *private equity*, mas que aqui se tornam essenciais e ganham relevância pelo contexto em que estão inseridos.

Segundo previsto na cartilha "Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital", da Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital, a negociação entre uma companhia e investidores de *private equity* envolvem acordos de sócios/acionistas onde são previstas todas as condições e possibilidades de saída do investimento, incluindo, principalmente mas sem limitação, cláusulas de *drag along* (obrigação de venda conjunta), *tag*

---

[37] MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 345.

[38] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 224.

along (direito de venda conjunta), *call option* (opção de compra), *put option* (opção de venda) e até mesmo direito de exigir a abertura de capital da companhia.[39]

Todas essas cláusulas trazem mecanismos que permitem a saída do investidor, seja em casos que dependem da iniciativa de terceiros (*drag along* e *tag along*), seja em casos que dependem da iniciativa do próprio investidor (obrigação de compra ou exigência de abertura de capital) ou, ainda, do sócio fundador (opção de venda). Façamos breves considerações sobre cada um desses mecanismos.[40]

O *drag along* clássico, ou obrigação de venda conjunta, é aquele em que, se o controlador recebe uma oferta de terceiro pela aquisição da totalidade da empresa, ele pode forçar o minoritário a vender sua participação conjuntamente. A relevância desse dispositivo decorre do fato de que é comum que os terceiros adquirentes não estejam dispostos a adquirir apenas uma parcela da empresa (ainda que envolva o controle), mas apenas a sua totalidade. O terceiro não quer comprar uma empresa que ainda tenha outro sócio, devendo, como resultado, associar-se a uma pessoa desconhecida e não desejada. Assim, para que o investidor não seja impedido de vender sua participação, ele pode forçar o minoritário a vender conjuntamente, pelos mesmos termos e condições, de modo que o *drag along* se faz um importante mecanismo para conferir liquidez ao investimento.

Como forma de proteção do minoritário, até para que o mecanismo não seja abusivo, é comum que se estabeleça um preço mínimo para o exercício da obrigação de venda conjunta. Quer dizer, o controlador não poderá força-lo a vender por um preço que não seja vantajoso o suficiente, apenas por desejar sair do investimento. Muitas vezes se estabelece um valor mínimo, mas o mais adequado é criar uma fórmula para o cálculo do preço mínimo. Pode se estabelecer, por exemplo, que o preço mínimo de determinada empresa será de R$ 100 milhões, mas este número pode ser impreciso e gerar incerteza de que esse será um valor vantajoso no futuro, com a evolução da empresa. Quanto chega um momento de venda, esta mesma empresa

---

[39] Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. Estudo "**Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**". Disponível em <http://www.abvcap.com.br/empreendedorismo/guias.aspx?c=pt-br>

[40] Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. Estudo "**Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**". Disponível em <http://www.abvcap.com.br/empreendedorismo/guias.aspx?c=pt-br>

pode estar avaliada em R$ 50 milhões, impedindo a aplicação do *drag along*. Ainda pode ser que no momento de venda seja avaliada em R$ 200 milhões, de modo que o *drag along* estaria com um preço mínimo sem qualquer finalidade. Portanto, é mais adequado, em geral, se estabelecer um mecanismo para cálculo do preço, tais como, por exemplo, múltiplos de EBITDA, fluxo de caixa descontado, ou qualquer outro que as partes envolvidas julguem ser adequados.

Em contrapartida ao *drag along*, costuma se conceder ao minoritário o *tag along*, ou direito de venda conjunta. Por este mecanismo, o minoritário tem o direito, mas não a obrigação, de vender sua participação em conjunto com o majoritário ao terceiro que fizer uma oferta pelo controle da empresa. O controlador, desta forma, só poderá alienar sua participação ao potencial adquirente se este concordar em adquirir também a participação do minoritário, pelos mesmos termos e condições.[41]

Por tratar-se de um direito, e não de uma obrigação, não há preocupação aqui em estabelecer um preço mínimo, mas apenas que a venda conjunta será feita nos mesmo termos e condições da venda da participação do majoritário. Porém, como nos casos de outros mecanismos, por ser uma disposição contratual, o mecanismo aceita variações a serem acordadas entre as partes.[42]

Ambos os mecanismos são sujeitos a ajustes contratuais, não estando previstos na legislação. Evidente que o *tag along* compromete a liquidez do ponto de vista do investidor, mas é usual em negociações que *tag* e *drag* apareçam em conjunto, por resultado de negociação, em que um mecanismo equilibra o outro. Além disso, ele confere liquidez à participação detida pelo sócio minoritário e protege os direitos deste. Porém, não há nenhum óbice para que as partes negociem apenas um ou outro desses mecanismos, ficando livres para contratar conforme seus interesses em cada caso.[43]

---

[41] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 228.

[42] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 229.

[43] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.**). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 385.

Tanto a obrigação de venda conjunta quanto o direito de venda conjunta consistem em mecanismos que tratam da alienação de participação societária à terceiros, potenciais adquirentes. De outro lado, existe a opção de compra e a opção de venda, que tratam da compra e venda de participação entre os próprios sócios, conforme explicado a seguir.

A *call option*, ou opção de compra, é a cláusula que determina condições para que um sócio (usualmente o majoritário) possa adquirir a participação societária do outro sócio (usualmente o minoritário), independentemente da vontade deste, por preço e condições determinados ou determináveis. Como trata-se de um direto pelo qual o majoritário pode obrigar o minoritário a vender sua participação a ele, pode trazer mecanismo de precificação vantajoso para o minoritário, em comparação com a *put option*. [44]

Na mesma lógica do *drag* e *tag*, e em contrapartida à *call option*, costuma se conceder a *put option*. Neste caso, é o minoritário quem pode forçar o majoritário a comprar sua participação. Aqui, como o minoritário é quem força a venda, a precificação costumar ser desvantajosa em relação a *call option*. E, de novo, apesar desses mecanismos costumarem aparecer em conjunto, é também perfeitamente lícito que se estabeleça apenas um deles, conforme negociação entre as partes. [45]

Entre as condições comuns da opção de compra e opção de venda, está a precificação, à qual se aplicam os mesmos princípios que ao preço mínimo do *drag along*, *mutatis mutandis*. Além do elemento preço, costuma-se estabelecer outros gatilhos para que as opções se tornem exercíveis, tais como o atingimento de determinadas metas. Também é comum estabelecer que as opções só podem ser exercidas após o decurso de determinado período (por exemplo, após decorridos 3 anos do investimento). Isso porque a ideia não é que o minoritário saia da sociedade tão rapidamente, sendo a sua presença de extrema relevância para o bom andamento dos negócios. Por isso inclusive, costumam-se estabelecer períodos de *lock up* e obrigações de permanência, mais tarde explicitados.

---

[44] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 231.

[45] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 232.

Porém antes de passar ao próximo tópico, cabem breves considerações sobre o último mecanismo, qual seja a exigência de abertura do capital. Esse é um mecanismo muito mais sofisticado, mas ao mesmo tempo muito menos comum. Com esse mecanismo, atendidas algumas condições, o investidor pode exigir a abertura do capital social da empresa.

A abertura do capital é um passo que confere liquidez máxima ao investimento e que também tem o potencial de impulsionar massivamente a captação de recursos. Entretanto, é uma alternativa viável apenas para uma pequena e restrita minoria de empresas, que atingem um tamanho e reconhecimento de mercado sofisticado o suficiente para que possa se cogitar a abertura de capital. Em geral, é adequado para empresas que já perderam a "cara de startup".

Além disso, é uma alternativa que muda completamente a realidade da empresa, o que nem sempre é de interesse das partes. Por essas razões, não é e nem deveria ser um mecanismo tão comum quanto aos mencionados anteriormente neste tipo de negociação.

4.2.2. *LOCK UP* E OBRIGAÇÃO DE PERMANÊNCIA

É muito frequente e recomendável, pensando na longevidade do relacionamento entre o investidor e os fundadores, se estabelecer períodos de *lock up*. Como estamos falando em investimentos de médio e longo prazo, a ideia é que tanto os fundadores quanto o investidor permaneçam na sociedade por um prazo mínimo para desenvolvimento das atividades. Estabelece-se, portanto, que os sócios não podem alienar suas participações sem o consentimento do outro, por um prazo mínimo (5 anos, por exemplo), a contar da data do investimento.

Andreia Casquet explica que o *lock up* é um mecanismo utilizado, entre outras razões, para conferir estabilidade durantes as etapas de desenvolvimento de um negócio. Além disso, confere segurança para investidores e credibilidade para a empresa.[46]

O *lock up* é muito mais importante em relação aos fundadores, que são as pessoas que desenvolvem as atividades, e que não podem ser facilmente substituídas. São eles que têm o

[46] CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controle de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 239.

conhecimento no negócio empresarial, de modo que a relação entre o investidor e os fundadores tem natureza estritamente pessoal. O investidor se associa a certa pessoa por confiar em seu *know how*, por confiar que ela é a pessoa certa a desenvolver a atividade com seus recursos, e não qualquer outra. Uma saída prematura dos fundadores poderia causar uma descontinuidade irremediável nas atividades da empresa.

Assim, o *lock up* costuma vir acompanhado de uma obrigação de permanência, segundo a qual, além de permanecer como sócios, os fundadores devem permanecer também na diretoria da empresa, à frente dos negócios, tocando as atividades. Quer dizer, é ainda mais importante que os fundadores estejam de fato trabalhando na empresa do que permaneçam como sócios. Se por algum motivo os fundadores desejarem abrir mão de sua participação, não haverá prejuízo para o investidor desde que eles continuem trabalhando. Porém, não parece haver vantagem para o fundador em abrir mão de sua participação se ele vai continuar trabalhando, exceto se por um valor incontestavelmente vantajoso.

Em relação ao investidor, essas obrigações costumam não ser tão imprescindíveis, de modo que nem sempre estão presentes, pelo fato de os fundadores estarem frequentemente mais interessados nos recursos investidos do que na pessoa do investidor. Aliás, fosse pelos fundadores, em geral, os investidores de *private equity* sequer teriam qualquer poder para gerir a empresa (exceto em casos em que o investidor detenha de fato um *know how* que agregue valor para a empresa).

De todo modo, se não houver uma permanência mínima dos investidores (em termos de participação societária), os fundadores precisarão negociar novamente com o investidor adquirente, passar por todo o processo de auditoria, renegociar contratos, etc. Pode acontecer de não haver a mesma harmonia entre os fundadores e os novos investidores ou não se chegar a termos semelhantes na negociação. Assim, os fundadores costumam ser incluídos no período de *lock up*, mas não no de permanência.

Além disso, não é o espírito de uma negociação de *private equity* que fundadores e investidores se associem para em período tão curto encerrar o relacionamento, razão pela qual é comum haver uma reciprocidade nos mecanismos, em linhas gerais, evidentemente com as devidas adaptações para cada um deles.

4.2.3. DAS DISPOSIÇÕES SOBRE A ADMINISTRAÇÃO

Quando se é celebrado Acordo de Sócios/Acionistas, é nesse documento que se regula os poderes de ingerência do investidor e as regras gerais de administração da sociedade (quando não há Acordo de Sócios/Acionistas, essas regras podem ser estabelecidas no Contrato de Investimento, ou diretamente nos documentos societários).

Buscando-se uma administração mais estruturada e hierarquizada, pode se estabelecer que a administração da sociedade será exercida por um conselho de administração e por uma diretoria, seja ela uma sociedade limitada ou por ações.[47]

A diretoria costuma ficar a cargo dos próprios fundadores, que tocam o dia-a-dia da empresa, praticando todos os atos necessários para a consecução dos objetivos sociais, cabendo aos diretores a representação da sociedade, em juízo ou fora dele.[48]

Para que os diretores não possam atuar de forma completamente livre e irrestrita, costuma-se restringir a atuação deles, o que pode ser feito, por exemplo, pela sujeição da prática de alguns atos à aprovação prévia do Conselho de Administração, no qual o investidor costuma, pelo poder de barganha decorrente do aporte de recursos – ter maioria das cadeiras. Por exemplo, em um conselho de administração formado por três membros, assegura-se que o investidor nomeie dois deles, sendo o terceiro nomeado pelos fundadores.

O Conselho de Administração consiste em um órgão administrativo de deliberação colegiada, isto é *"funciona tão somente a partir das propostas apresentadas e aprovadas em reunião devidamente convocada e instalada, relativamente às matérias de sua competência"*, conforme ensina o Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. Ao contrário da Diretoria, é um órgão desprovido de poderes de representação, conforme disposto no artigo 138, caput e parágrafo 1º, da Lei das S.A. [49]

---

[47] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.460.

[48] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010.p. 445.

[49] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010.p. 412.

As competências primordiais do Conselho de Administração são aquelas estabelecidas no Art. 142 da Lei das S.A., as quais envolvem, principalmente: (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; (iii) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (v) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; (vi) autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros, entre outras.[50] [51]

É possível, porém, estabelecer contratualmente diversas outras competências para o Conselho, limitando-se a atuação dos diretores. É muito comum, por exemplo, sujeitar que determinados atos da administração estejam sujeitos à aprovação prévia do Conselho (e, portanto, do investidor, que tem maioria), tais como (i) prática de atos que obriguem a sociedade acima de determinados valores; (ii) prática de atos contrários ao plano de negócios ou acima de valores propostos; (iii) contratação e demissão de funcionários com salários acima de determinado valor; (iv) compra de ativos acima de determinado valor; (v) alienação de bens do ativo permanente; (v) endividamento acima de determinado valor; (vi) contratação de empréstimos; (vii) operações com partes relacionadas; entre muitas outras.[52]

Fato é que as competências do Conselho devem ser muito bem pensadas para cada empresa, de modo que haja um controle eficiente e, ao mesmo tempo, não engesse a empresa. Quer dizer, não se pode sujeitar à aprovação do Conselho atos que devem ser praticados rotineiramente, para não impedir que os diretores toquem o dia-a-dia da empresa normalmente. Ao mesmo tempo, não se pode deixar os diretores livres para endividar a companhia excessivamente, comprometendo a chance de retorno do investimento.

---

[50] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010.p. 426.

[51] Lei das S/A, Art. 142.

[52] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.350.

Essa cláusula deve ser muito bem pensada em negociação e, por mais que possa ser alterada no futuro por acordo mútuo entre as partes, o ideal é que seja uma cláusula perene e que sofra poucas alterações ao longo do tempo e da evolução da empresa.

Existem casos em que se opta por não criar um conselho de administração ,seja porque não é do interesse criar um órgão adicional, que pode aumentar os custos de manutenção da empresa e ir de encontro com o princípio de baixos custos de manutenção das startups, ou por simplesmente não terem o interesse em nomear ninguém para o conselho. Nestes casos, sem conselho, as restrições à atuação da diretoria podem ser atribuídas à reunião/assembleia de sócios.[53] [54]

Também é de extrema relevância, quando o investidor não detiver o controle da empresa, estabelecer o direito de veto a determinadas deliberações da reunião/assembleia de sócios.[55]

Com isso, a prática dos atos elencados deveria passar pela aprovação da assembleia e, supondo que o investidor seja o controlador, como o é na maioria dos casos, este teria total discricionariedade para aprovar ou vetar a assembleia. Caso ele não tenha o controle, bastaria estabelecer um quórum qualificado de modo que ele possa ter o poder de veto.

---

[53] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 75.

[54] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.350.

[55] MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo, Quartier Latin, 2011. p. 338.

5. MÚTUO CONVERSÍVEL

5.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Alternativamente à aquisição de participação societária, há a possibilidade de se estruturar o investimento através de um mútuo conversível em participação societária. Contrato de mútuo, conforme definido no Código Civil de 2002, art. 586, é aquele em que o mutuante dá, em empréstimo coisa fungível ao mutuário, que se obriga a restituir ao mutuante o bem que tiver recebido.[56]

Aqui, especificamente, estamos falando sobre o empréstimo de dinheiro, o qual, usualmente, estabelece o pagamento de juros. Conforme ensina Silvio Venosa, os juros podem ser compensatórios, quando forem fruto de capital, ou moratórios, quando representarem indenização por descumprimento de alguma obrigação.[57]

Os juros acabam sendo a forma essencial de remuneração para o investidor em decorrência dos contratos de mútuo. Nesse sentido, o mútuo pode ser interessante na medida em que permite o pagamento ao investidor independentemente de haver lucro. Como os juros (e eventuais outros encargos acordados) consistem em obrigação contratual, eles podem ser pagos mesmo se a empresa estiver operando em prejuízo. Na verdade, se a obrigação estiver vencida, ela não só pode, como deve ser paga, independentemente dos resultados da empresa.

Entretanto, há que se lembrar sempre do espírito das operações de *private equity*. Não costuma ser interesse do investidor simplesmente receber seu investimento de volta, ainda que com juros e outros encargos que forem eventualmente obrigados contratualmente. Em geral, o mútuo é celebrado com um prazo de carência extenso o suficiente para que a capitalização ocorra antes do início do pagamento da dívida pela empresa. Também é comum se renegociar os prazos para pagamento, caso o vencimento ocorra antes dos resultados esperados. A ideia é

---

[56] Código Civil, Art. 586.

[57] VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Contratos em Espécie**. Vol. VIII. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

que o retorno do investimento se dê por meio de alienação posterior da participação societária (após, é claro, da conversão do mútuo em capital).[58]

Com essa estrutura, o investidor de *private equity* injeta os recursos na empresa via empréstimo, não se tornando sócio da empresa no primeiro momento, mas apenas credor com possibilidade de conversão do crédito em participação societária.

É uma característica presente nos mútuos celebrados no âmbito do *private equity* se estabelecer, desde o início, as condições de conversão do mútuo em capital social. Quer dizer, estabelece-se, além das cláusulas comuns para pagamento do mútuo, que ele poderá, a critério do investidor e desde que satisfeitas certas condições, ser convertido em participação societária.[59]

Essa é uma alternativa mais adequada nas hipóteses em que o investidor deseja uma maior proteção em relação às obrigações da empresa que poderiam atingi-lo, em comparação com a aquisição de participação societária, em vista da questão das hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica.

5.2. PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO E DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA

Sabemos que a constituição da pessoa jurídica resulta na criação de um patrimônio de afetação, separado dos patrimônios de seus sócios, de modo que os direitos e obrigações da empresa não se mistura com de seus sócios. Ou seja, via de regra, as obrigações de um não atingem ao outro. A ideia aqui é preservar o patrimônio dos sócios dos efeitos negativos da atividade comercial.[60]

---

[58] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.**). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 48

[59] PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 331.

[60] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 1: Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 261.

Porém, por mais que essa exista a ficção do patrimônio de afetação, sabemos também que há hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica em nosso ordenamento jurídico e na jurisprudência. No âmbito civil, as hipóteses de desconsideração estão previstas no art. 50 do Código Civil e consistem nos casos de abuso de personalidade jurídica, caracterizados pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial.[61]

No entanto, sem entrar em discussões doutrinárias ou jurisprudenciais mais aprofundadas, sabemos que em diversas esferas do direito a desconsideração da personalidade jurídica é determinada judicialmente mesmo não se verificando os requisitos do código civil, seja por haver dispositivos mais amplos em legislação específica, ou em decorrência de interpretações jurídicas Principalmente no âmbito do direito trabalhista, tributário e consumerista temos casos de desconsideração da personalidade jurídica em nossos tribunais muito além das hipóteses do código civil.[62]

Como ensina Maria Helena Diniz, a personalidade jurídica é um direito relativo, de modo que a separação entre a pessoa jurídica e seus membros pode ser derrubada judicialmente para coibir abusos. [63]

Por essa razão, há sim que se preocupar ao investir em uma empresa, não se podendo confiar plenamente na proteção da ficção de criação de um patrimônio de afetação. O direito do sócio em tornar seus bens intangíveis diante das obrigações da sociedade não é absoluto. Em hipótese de desconsideração da personalidade jurídica, poderá haver responsabilização do sócio controlador, ou mesmo dos outros sócios, por obrigações da sociedade, equiparando-se os sócios à sociedade.[64]

Diante disso, o investidor pode ficar receoso em, de imediato, se tornar sócio de empresas que já vem operando, principalmente quando apresentam grande passivo ou

---

[61] Código Civil, Art. 50.

[62] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.101.

[63] DINIZ, Maria Helena. **Direito Civil Brasileiro: Teoria Geral do Direito Civil.** 1º Vol. 22ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 295.

[64] DINIZ, Maria Helena. **Direito Civil Brasileiro: Teoria Geral do Direito Civil.** 1º Vol. 22ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 29.

contingências relacionados a obrigações dessa natureza em que a desconsideração da personalidade jurídica é ampliada. Valendo lembrar que, em havendo desconsideração, tanto sócios controladores quanto minoritários podem ser alcançados, dependendo do caso, de modo que o fato de não se adquirir o controle não deve ser motivo de menos preocupação.[65]

Nesses casos, injetar os recursos via mútuo pode ser muito interessante, deixando o investidor menos exposto ao risco jurídico de responsabilização por obrigações a que, em tese, ele não teria responsabilidade de qualquer forma. Isso porque o investidor seria credor da sociedade, não sendo afetado nem mesmo em caso de desconsideração da personalidade jurídica. Ademais, os recursos injetados podem, nesses casos, ser utilizados inclusive para sanear os fatos que estão gerando o risco, contribuindo para que a sociedade se torne mais saudável e propicie um cenário melhor para a entrada futura do investidor como sócio.

Assim, o investidor pode optar por se tornar sócio em momento que julgue mais conveniente, sem atrasar, no entanto, o investimento dos recursos que impulsionarão a atividade empresarial. Ele injeta os recursos desde o início, resolvendo eventuais questões de necessidade de caixa da empresa, mas apenas entra como sócio no momento mais confortável em termos de exposição.

5.3. CONTRATO DE INVESTIMENTO

Como aqui o investidor não é sócio desde o início, não há como celebrar acordo de sócios neste caso. Porém, pode haver um contrato de investimentos, como no caso da aquisição de participação societária, para se estabelecer os termos e condições do investimento. Ou então, pode se usar o próprio contrato de mútuo como um contrato de guarda-chuva.

Outrossim, como há uma previsão de conversão do mútuo em participação societária, é comum também já se estabelecer uma minuta de acordo de sócios, a ser celebrado entre as partes no momento da conversão do mútuo. Com isso, já se antecipa eventuais discussões e intransigências entre as partes que poderiam inviabilizar a celebração do documento. Com relação a esse acordo de sócios, são aplicáveis os mesmos comentários feitos no Capítulo 4.2.

---

[65] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p.112.

Deste modo, fica evidente que a estruturação através do mútuo propicia, como pequena vantagem, a possibilidade de remuneração mesmo havendo prejuízo, e, como vantagem maior, uma proteção do investidor até que converta sua participação.

5.4. RESTRIÇÕES À TRANSFERÊNCIA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Com relação às restrições à transferência de ações, alguns dos dispositivos aplicáveis à estrutura mencionada no Capítulo 4 também são aplicáveis no investimento via mútuo. Outros, porém, não fazem sentido, de modo que vale fazer algumas observações sobre o assunto com cautela.

O direito de preferência aqui também costuma existir. Mesmo que o investidor ainda seja um terceiro em relação à sociedade, por não integrar o quadro social, ele costuma ter preferência frente a outros terceiros, nos mesmos termos e condições. Não faria sentido contratar um investimento com uma pessoa para alienar participação societária para outra, alheia à operação.

Já mecanismos como *drag along*, *tag along*, *call option*, *put option* e obrigação de abertura de capital não fazem sentido nessas operações, visto que perdem o objeto pelo fato de o investidor ainda não ser sócio da empresa.

Porém, como a maioria dos mecanismos acabam ficando inaplicáveis, ganham relevância, nesses casos, o *lock up* e obrigação de permanência, desta vez, exclusivos dos fundadores.

É de grande preocupação do investidor, credor do mútuo, que os sócios fundadores não se retirem da sociedade enquanto não se solucionar a pendência com o investidor, seja por meio da entrada a sociedade, ou quitação do mútuo. O descumprimento dessa obrigação inclusive costuma ensejar o vencimento antecipado do mútuo, conforme estabelecido contratualmente na maioria das operações desse tipo.

Não obstante, destaca-se que a minuta de acordo sócios, a ser celebrado no momento da conversão do mútuo, deverá ser bem mais completa, contendo mecanismos mais complexos e equilibrados, tal qual o acordo celebrado na hipótese de aquisição de participação societária.

5.5. DAS DISPOSIÇÕES SOBRE A ADMINISTRAÇÃO

Destarte, é importante observar que não há, de pronto, nenhum poder de ingerência do credor do mútuo na sociedade, visto que, por não integrar o quadro social, ele não participa da assembleia geral. Assim, há duas formas principais de se conferir poder de ingerência ao credor do mútuo.

A primeira, e talvez mais óbvia, é a nomeação de administradores na sociedade, seja membros do conselho de administração ou da diretoria, conforme estudado no Capítulo 4.2.3. Seguindo a mesma lógica das disposições sobre administração na hipótese de aquisição de participação, aqui também é viável a nomeação de administradores. Porém, lembra-se que a constituição de um conselho de administração pode aumentar os custos de manutenção da empresa e ser contrária ao espírito de uma *startup*.[66]

Vale lembrar, também, que a nomeação de membro do conselho de administração é mais indicada para utilizar poderes de veto e fiscalização, enquanto que a nomeação de diretor é mais indicada para de fato atuar no dia-a-dia da empresa, podendo se combinar nomeações nos dois órgãos.[67]

5.5.1. PENHOR DE QUOTAS E DIREITO DE VETO DO CREDOR PIGNORATÍCIO

A outra alternativa envolve o penhor das quotas da empresa, que costuma ser uma garantia básica nas operações de mútuo em *private equity*. Como nem os fundadores e nem a empresa costumam ter muitos bens nessa fase do negócio, o mútuo costuma não contar com garantias muito fortes, sendo o penhor das quotas uma alternativa viável.

---

[66] JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 75.

[67] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.** 2ª Edição. São Paulo, Malheiros, 2010.p. 412.

O penhor, conforme disposto no Código Civil, se constitui pela transferência da posse de um bem a um credor de um débito, em garantia deste. Venosa ensina que, como negócio jurídico, trata-se de um contrato real, porque é de sua essência a transferência da posse da coisa.[68] [69]

Mas aqui, a ideia vai além de tratar o penhor como uma garantia do crédito do investidor. A intenção, na verdade, é tratar dos direitos que podem ser conferidos ao investidor enquanto credor pignoratício. Nesse sentido, conforme disposto na Lei das S/A, art. 113, o penho da ação não impede o acionista de exercer seu direito de voto, mas é lícito determinar, contratualmente, que determinadas deliberações dependerão do consentimento do credor pignoratício.[70]

Assim, costuma-se constituir o penhor sobre a totalidade das quotas da empresa em favor da credora do mútuo, além da outorga de fiança e/ou aval pelos fundadores, entre outras garantias possíveis e recomendáveis conforme o caso e conforme viabilidade.

Pois bem, é lícito estabelecer que determinadas deliberações da reunião/assembleia de sócios dependem da aprovação do credor pignoratício. Deste modo, uma forma de garantir a ingerência, sem necessidade de nomear administradores, seria sujeitar a prática de atos mais sensíveis, pelos diretores, à aprovação prévia da reunião/assembleia de sócios e, cumulativamente, sujeitar a aprovação dessas matérias na reunião/assembleia de sócios à aprovação prévia do credor pignoratício.

Conforme ensina Nelson Eizirik, isso decorre do fato de que o direito de voto não é um direito essencial dos acionistas, sendo lícito a sua limitação por vias contratuais, e até mesmo a sua supressão.[71]

Com isso, a estratégia seria estabelecer que as matérias mais sensíveis a serem deliberadas em reunião/assembleia dependeriam da aprovação prévia do credor pignoratício.

---

[68] Código Civil, Art. 1.431.

[69] VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Direitos Reais**. Vol. V. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2003. p. 478.

[70] Lei das S/A, Art. 113.

[71] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Dois. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.197.

Também se submeteria ato dos administradores à aprovação prévia dos sócios e, consequentemente, do credor pignoratício, mediante ajustes contratuais pertinentes.[72]

Uma limitação ao direito de veto concedido ao credor pignoratício, porém, é que ele só pode se referir a deliberações que possam prejudicar a garantia, tais como aquelas relacionadas à distribuição de dividendos, reorganizações societárias, oneração e alienação de bens da empresa, etc. Quer dizer, a finalidade desse mecanismo deve ser de reforçar a eficácia da garantia, através da manutenção do bom estado das quotas penhoradas.[73]

Eizirik explica, ainda, que apenas as matérias capazes de impactar no estado patrimonial da empresa podem depender do consentimento do credor. [74]

Carvalhosa também argumenta em favor dessa restrição ao afirmar que as *"as matérias de voto convencionalmente submetidas ao prévio consentimento do credor, seja pignoratício (...) não podem ter por objeto atos ordinários de administração e de gestão da companhia, nem os relativos à sua expansão."*[75]

De todo modo, evidente que as matérias mais sensíveis, ou ao menos a maior parte delas, se enquadrarão nesses requisitos. Mas não se pode ignorar essa restrição e a cláusula que tratar desse tema deverá ser elaborada e negociada com cautela, para que não seja algo passível de anulação.

Conclui-se, portanto, que o investidor, enquanto credor, poderá vetar atos que forem prejudiciais à empresa e garantir que os diretores atuem dentro das melhores diretrizes para a empresa. Para que esse controle seja eficiente, é importante estabelecer um rol de matérias adequado para a empresa e com o cuidado de não a engessar e de não estender o veto a matérias que em nada se relacionariam com a proteção da garantia.

---

[72] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Dois. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.198.

[73] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Dois. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.198.

[74] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Dois. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p.199.

[75] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** Vol. 1 a 4. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 525

Conclui-se também que esse se mostra um método mais restrito de ingerência. Porém, evidentemente, isso é uma contrapartida do fato de o investidor não assumir o risco de se tornar sócio neste momento e se proteger de eventual responsabilização por obrigações da sociedade.

Se a prioridade do investidor for ter uma maior ingerência, ele deverá escolher uma pessoa para ser nomeada conselheira ou diretora, conforme alternativa acima, ou ainda, voltar para a opção de investimento via aquisição de participação societária, assumindo o risco dessa escolha e criando os mecanismos possíveis para mitiga-los.

6. CONCLUSÃO

Vimos que os conceitos de startup, *venture capital* e *private equity* não são definidos na área jurídica, mas apenas nas áreas de negócios e econômico-financeira. E mesmo assim, não há definição unânime acerca desses conceitos. De todo modo, foi possível depreender alguns elementos comuns dessas definições.

Entendemos que as startups são empresas em estágio inicial do desenvolvimento de suas atividades, mas já com seus produtos e/ou serviços em comercialização no mercado. Além disso, foram identificadas, entre as principais características das startups, a necessidade de investimento externo, o perfil inovador disruptivo através do uso de tecnologia e a simplicidade das estruturas internas.

Vimos também que *venture capital* e *private equity* são conceitos muito simulares, sendo aquele um tipo deste. Para a finalidade do estudo, foram considerados como um conceito único, entendido como uma forma de investimento aplicada em empresas que se encontram em fase operacional, e estão na fase inicial de comercialização de seu produto ou serviço. São formas perfeitamente compatíveis com startups e adequadas para investimentos em empresas desse perfil.

Notou-se também que há duas principais formas de se estruturar investimentos de *private equity* em *startups*. São elas (i) a aquisição de participação societária, primária ou secundária; e (ii) a contratação de mútuo conversível em participação societária.

A primeira alternativa tem, entre as principais vantagens, permitir uma ingerência maior do investidor na empresa. Além disso, ela viabiliza uma remuneração que, apesar de possível apenas quando se apura lucros, tem o grande benefício de ser isenta de tributação.

Outrossim, ser de fato sócio da empresa é em si uma vantagem, visto que não deixa espaço para recusa ou inadimplemento por parte dos fundadores, que impeçam o investidor de se tornar sócio. Além disso, já se celebra desde o início o acordo de sócio, regulamentando de forma minuciosa a relação entre os sócios, principalmente com relação à transferência de participação societária, estrutura da administração e política de distribuição de dividendos.

Por outro lado, essa estrutura deixa o investidor relativamente exposto pois, ao se tornar sócio, desde o início, pode ter seu patrimônio pessoa atingido em caso de desconsideração de personalidade jurídica.

A segunda alternativa, da contratação de mútuo conversível, por sua vez, tem entre suas vantagens, a possibilidade de remuneração independentemente de se apurar lucros na empresa. Porém, essa remuneração não é isenta de tributação, o que mitiga essa vantagem, além do fato de ir de encontro com o espírito da operação de *private equity*.

Além disso, essa estrutura dificulta a ingerência do investidor na empresa, visto que, não sendo sócio, ele não participa das deliberações de sócios. Como se demonstrou, há formas de se criar poderes de administração para o credor do mútuo, mas, não sendo sócio ele não teria a mesma facilidade em intervir na sociedade e em fiscalizar a atividade dos sócios e administradores, que seriam mais limitadas.

Assim, a maior vantagem da estrutura via mútuo é a menor exposição ao risco. Portanto, caso o resultado da auditoria realizada na empresa antes do investimento seja satisfatório, dificilmente se optará pela estrutura via mútuo. Essa é uma estrutura mais habitual quando se identificam alguns pontos de atenção mais sensíveis na auditoria, ou se por algum outro motivo o investidor estiver mais avesso pelo risco e desejar uma maior proteção jurídica.

Conclui-se, portanto, que tanto a escolha da estrutura, quando as suas minúcias são estabelecidas caso a caso, dependendo do resultado da auditoria da empresa, da intenção das partes envolvidas e de todos os elementos pertinentes à operação. Há um espaço grande em que as partes são livres para negociar e contratar.

Fato é que, em se tratando de investimentos em startup, é importante se ter em mente que a intenção do investidor é impulsionar o negócio, financiar as atividades da empresa para aumentar o seu valor exponencialmente e, num período de alguns anos, alienar a participação por um valor muito maior e obtendo um ganho significativo.

Do lado dos fundadores, eles precisam saber ao receber um investimento de *private equity* que é muito provável que, no futuro, eles acabem vendendo junto a participação. Por essa razão, eles devem se desapegar do negócio, aceitar que provavelmente terão que vender e

se preocupar em garantir dispositivos contratuais para que não sejam prejudicados na venda de suas participações.

Se os contratos forem bem elaborados, respeitando o interesse das partes, atendendo ao espírito do negócio em questão e observando o princípio do equilíbrio econômico dos contratos, então certamente a estrutura jurídica terá sido bem elaborada de forma a proteger os interesses de todos os envolvidos, maximizando o lucro da empresa e, consequentemente, o ganho de seus sócios, tanto os fundadores quanto os investidores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. **Sociedades Limitadas.** 9ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI. Estudo "**A indústria de Private Equity e Venture Capital, 2º Censo Brasileiro**". Supervisão de Maria Luisa Campos Machado Leal (ABDI). 1ª Edição. 2011. Disponível em <http://www.abdi.com.br/Paginas/estudo.aspx?f=Investimentos%20e%20Novos%20Neg%C3%B3cios>

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial - ABDI. Estudo "**Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**". Coordenado por Cássio Marx Rabello da Costa. 2011. Disponível em <http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>

ALVES, Fábia Santos. **Um estudo das startups no Brasil**. 2013. 74 f. TCC (Graduação)-Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/ri/bitstream/ri/15395/1/FÁBIA SANTOS ALVES.pdf>

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. Estudo "**Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**". Disponível em <http://www.abvcap.com.br/empreendedorismo/guias.aspx?c=pt-br>

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

BORRELLI, Isabela (Startse). **Manual Básico para Captação de Investimento.** Disponível em: <https://startse.com/materials>

BORRELLI, Isabela (Startse). **Passo a Passo para criar uma Startup**. Disponível em: <https://startse.com/materials>

BOTREL, Sergio. **Fusões & Aquisições**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre a sociedade por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm.>

BRASIL, **Lei 9.279 de 14 de maio de 1996.** Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/l9279.htm>

BRASIL, **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm.>

BRITO. Cláudio. **A escada de investimento de uma startup**. Disponível em <http://www.acelerastartups.com/br/escada-de-investimento-de-uma-startup/>

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** Vol. 1 a 4. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil**, vol. 13. São Paulo: Saraiva.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controel de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. ARAGÃO, Leandro Santos de (coord**.). Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direto Comercial**. vol. 2. 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

CORRÊA DA FONSECA, Priscila M.P., STAJN, Rachel. **Código Civil Comentado**, Vol. XI. São Paulo: Atlas, 2008.

DINIZ, Maria Helena. **Direito Civil Brasileiro: Teoria Geral do Direito Civil.** 1º Vol. 22ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 4 volumes. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Sociedades Limitadas**. 1ª Edição. São Paulo: Atlas, 2003.

FORGIONI, Paula A. **Teoria geral dos Contratos Empresariais**. 2 ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

FREEDMAN, DM; NUTTING, MR. **A Brief History of Crowdfunding. 2015**. Disponível em <http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-ofCrowdfunding.pdf>

GONÇALVES Neto, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa: Comentários aos artigos 996 a 1.195 do Código Civil.** 6ª ed. Revista dos Tribunais, 2016

GRAHAM, Paul. **How to fund a startup.** Disponível em <http://www.paulgraham.com/startupfunding.html>

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 22 ed. Curitiba: Juruá, 2016.

KRAAKMAN, Reinier et al. T**he Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2nd ed. EUA: Oxford University Press, 2010

MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**. v. 13. 7 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

NOGUEIRA, Vanessa. ARRUD, Carlos. **Causa da Mortalidade das Startups Brasileiras: como aumentar as chances de sobrevivência no mercado.** Disponível em: <http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Artigos%20FDC/Artigos%20DOM%2025/Causas%20da%20mortalidade%20das%20startups%20brasileiras.pdf>

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

REED, Stanley Foster. LAJOUX, Alexandra Reed. **The Art of M&A**. 3ª Ed. McGraw-Hill.1998.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direto Comercial**. 33ª ed., atualizada por Rubens Edmundo Requião, vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2014.

RIES, Eric. **Startup Enxuta**. São Paulo. Lua de Papel, 2012.

SEBRAE. **O que é um startup**. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/o-que-e-uma startup,616913074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD>

SEBRAE. **Participação das Micro e Pequenas Empresas na Economia Brasileira**. 2014. Disponível em: http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Participacao%20das%20micro%20e%20pequenas%20empresas.pdf

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2015.

VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Contratos em Espécie**. Vol. III. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Direito Empresarial**. Vol. VIII. São Paulo: Atlas, 2010.

VENOSA, Silvio de Salvo. RODRIGUES, Cláudia. **Direito Civil: Direitos Reais**. Vol. V. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 1: Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2: Teoria Geral das Sociedades - As Sociedades em Espécie do Código Civil.** 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3: A Sociedade por Ações.**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010.