



FACULDADE BAIANA DE DIREITO

CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

MARCELA ACCIOLY LINS MAGNAVITA

**A UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS ATÍPICOS PARA A
CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS DE ESTÁGIO
INICIAL: UMA ANÁLISE DO SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE
EQUITY (SAFE) FRENTE AO MÚTUO CONVERSÍVEL**

Salvador

2023

MARCELA ACCIOLY LINS MAGNAVITA

**A UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS ATÍPICOS PARA A
CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO EM STARTUPS DE
ESTÁGIO INICIAL: UMA ANÁLISE DO SIMPLE
AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY (SAFE) FRENTE
AO MÚTUO CONVERSÍVEL**

Monografia apresentada ao curso de graduação em
Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito
parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Ermiro Ferreira Neto

Salvador
2023

TERMO DE APROVAÇÃO

MARCELA ACCIOLY LINS MAGNAVITA

**A UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS ATÍPICOS PARA A
CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO EM *STARTUPS* DE
ESTÁGIO INICIAL: UMA ANÁLISE DO SIMPLE
AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY (SAFE) FRENTE
AO MÚTUO CONVERSÍVEL**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito,
Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Salvador, ____/____/ 2023.

A todos que se dedicam ao fortalecimento do ecossistema de inovação, que contribuem diariamente para criar uma nova visão de um futuro possível.

AGRADECIMENTOS

À minha família por terem sempre me dado todo o suporte ao longo de toda a minha trajetória. Espero continuar honrando todos os esforços despendidos para que eu pudesse ter acesso às melhores oportunidades. À minha mãe Soraya por sempre sonhar alto por mim, me incentivando a ir mais longe e por seu amor e cuidado imensurável. Ao meu pai Paulo, por ser como um verdadeiro guia e conselheiro, que me acompanha em cada novo passo e me apoia de forma incondicional. Ao meu irmão Guilherme por todo amor e parceria, ser sua irmã mais velha é a certeza de quem tenho um amigo para a vida inteira. Aos meus avós pelo imenso apoio em minha trajetória acadêmica e pessoal. Ao meu namorado Pedro, pelo amor indescritível que se traduz em forma de apoio, incentivo e cuidado, obrigada por estar ao meu lado em todos os momentos. À minha sogra Cristiane por me ter como uma filha e comemorar minhas conquistas como se fossem dela. À lindinha e kiara, minhas gatinhas, por deixarem meus dias mais felizes e pela companhia nas longas horas de escrita desse trabalho.

Às grandes amigas que formei ao longo de todos esses anos, sem vocês nada disso seria possível. Obrigada por todas as trocas, carinho e momentos vividos que guardarei para sempre no coração.

À Alfa Consultoria Jr por todos os ensinamentos e conexões que me proporcionou, onde pude sonhar, realizar coisas incríveis e conhecer pessoas especiais. Ao Strelo, empresa que me acolheu e me possibilitou me desenvolver imensamente como profissional e viver o universo das *startups*, me desafiando todos os dias ao lado de pessoas incríveis.

Ao meu professor orientador Ermiro Ferreira Neto, por me acompanhar em minha jornada acadêmica muito antes do início deste trabalho, seja em sala de aula, como orientador na Alfa e agora na presente pesquisa. Feliz por essa parceria e agradecida pelos aprendizados e incentivos.

Ao professor Vinicius Santana, por ter me feito brilhar os olhos para a pesquisa acadêmica, o que tem impactado muito em minha trajetória acadêmica e profissional.

Aos advogados Fernanda Cabral, Fernanda Andreazza, Marcella Costa Luiza Berinson, Gustavo Sudbrack, Rafaela Maria Zandavalli, Adrianna Hilsdorf, Camila Telles, Ruy Andrade e Marcus Seixas por terem disponibilizado o seu valioso tempo para contribuir com o presente trabalho, agradeço muito por todos os aprendizados, que vão além desta pesquisa.

À Deus e Nossa Senhora por me darem luz e proteção.

Vou mostrando como sou

E vou sendo como posso

Jogando meu corpo no mundo

Andando por todos os cantos

E pela lei natural dos encontros

Eu deixo e recebo um tanto

Mistério do Planeta, Novos Baianos

RESUMO

As *startups* são um grande vetor de inovação e estão em largo crescimento no Brasil. Por esse motivo, diante da sua relevância para a economia nacional, o presente trabalho objetiva buscar soluções jurídicas que promovam um ambiente próspero para novos negócios, com um olhar sobretudo para as *startups* em estágio inicial e seus desafios frente à captação de investimentos. Deste modo, foram exploradas boas práticas nacionais e internacionais que podem ser adotadas para impulsionar os investimentos em *startups*, com enfoque em investigar a adequação do *Simple Agreement for Future Equity (SAFE)* para o contexto brasileiro. Pauta-se assim uma investigação acerca da possibilidade de utilização de figuras contratuais atípicas que possam contemplar os interesses do investidor e da *startup*. Essa investigação inicia-se com o primeiro capítulo, no qual se estabelecem pontos basilares da pesquisa, a partir de uma imersão na dinâmica do mercado de inovação e apresentação do Marco Legal das Startups, especialmente a respeito da autorização para o uso de contratos atípicos. Em seguida, no capítulo três é feita uma análise dos instrumentos de investimento tipicamente previstos no referido diploma normativo, com ênfase no mútuo conversível. Por fim, no capítulo quatro é feito um estudo sobre o surgimento do *SAFE* e da sua aderência às particularidades das *startups* em estágio inicial. O procedimento técnico utilizado para a elaboração do presente trabalho é a pesquisa bibliográfica associada a uma pesquisa empírica qualitativa realizada por meio de entrevistas com os agentes do ecossistema de *venture capital*, de forma se aproximar da realidade prática e capturar a verdadeira dinâmica do mercado.

Palavras-chave: captação de investimentos; *startups*; *simple agreement for future equity*; mútuo conversível; contratos atípicos.

ABSTRACT

Startups are a great vector of innovation and are experiencing rapid growth in Brazil. For this reason, given its relevance to the national economy, this work aims to seek legal solutions that promote a prosperous environment for new businesses, with a particular focus on early-stage startups and their challenges in attracting investments. In this way, national and international good practices were explored that can be adopted to boost investments in startups, with a focus on investigating the suitability of the Simple Agreement for Future Equity (SAFE) for the Brazilian context. Therefore, an accurate investigation into the possibility of using atypical contractual figures that may take into account the interests of the investor and the startup is guided. This investigation begins with the first chapter, in which the basic points of the research are established, based on an immersion in the dynamics of the innovation market and presentation of the Legal Framework for Startups, especially regarding the authorization for the use of atypical contracts. Then, in chapter three, an analysis is made of the investment instruments typically provided for in the aforementioned normative document, with an emphasis on convertible loans. Finally, in chapter four, a study is made on the emergence of SAFE and its adherence to the particularities of early-stage startups. The technical procedure used to prepare this work is bibliographical research associated with qualitative empirical research carried out through interviews with agents in the venture capital ecosystem, in order to get closer to practical reality and capture the true dynamics of the market.

Keywords: fundraising; startups; simple agreement for future equity; convertible notes; atypical contracts.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CF	Constituição Federal
CC	Código Civil
ODS	Objetivos do Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
MCTI	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação
PL	Projeto de Lei
ABSTARTUPS	Associação Brasileira de Startups
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
SCP	Sociedade em Conta de Participação
S. A	Sociedade Anônima
LTDA	Limitada
UNDP	<i>United Nations Development Programme</i> (Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento)
MVP	<i>Minimum Viable Product</i> (Mínimo Produto Viável)
SAFE	<i>Simple Agreement for Future Equity</i> (Acordo Simples para Conversão Futura)
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
PMF	<i>Product-Market Fit</i> (Encaixe entre o produto e o mercado)
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>

LISTA DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Figura 01	Tabela Comparativa Critérios Enquadramento Startup	19-20
Figura 02	Tipos de Investimento na Jornada da Startup	23
Figura 03	Handshake Agreement Email ONEVC	81

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
2 O ECOSISTEMA DE <i>STARTUPS</i> NO BRASIL: EVOLUÇÃO, DESAFIOS E REGULAMENTAÇÃO.....	16
2.1 FORMAÇÃO ORGANIZACIONAL E CULTURAL DAS <i>STARTUPS</i>	17
2.2 ESTÁGIOS DE MATURIDADE E MODALIDADES DE INVESTIMENTO	20
2.3 RELEVÂNCIA DAS <i>STARTUPS</i> PARA O DESENVOLVIMENTO NACIONAL ..	25
2.4 O IMPULSIONAMENTO DO ECOSISTEMA DE <i>STARTUPS</i> PROPORCIONADO PELO MARCO LEGAL (LEI Nº 182/2021).....	27
2.5 A LIBERDADE CONTRATUAL COMO PRESSUPOSTO PARA PROMOVER A INOVAÇÃO	32
3 O DESCOMPASSO ENTRE AS TÍPICAS ESTRUTURAS CONTRATUAIS NACIONAIS E O FUNCIONAMENTO DAS <i>STARTUPS</i> EM ESTÁGIO INICIAL.....	36
3.1 CONTRATOS TÍPICOS DO MARCO LEGAL DAS <i>STARTUPS</i>	36
3.2 LIMITAÇÕES DO MÚTUO CONVERSÍVEL PARA INVESTIMENTOS EM <i>STARTUPS</i> DE ESTÁGIO INICIAL.....	41
3.2.1 A essência do mútuo conversível como contrato de dívida e a alocação desproporcional de riscos.....	43
3.2.1.1 Incompatibilidade existente entre o contrato de mútuo e a relação de investimento em <i>startups</i> de estágio inicial.....	44
3.2.1.2 Hipossuficiência das <i>startups</i> nos contratos de investimento.....	46
3.2.2 Juros e data de vencimento pré-estabelecida.....	50
3.2.3 Tributação desvantajosa.....	51
3.2.4 Imprecisão e prejuízos de um cálculo precoce de <i>valuation</i>.....	54
4 O <i>SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY (SAFE)</i> COMO HIPÓTESE DE CONTRATO ATÍPICO ADEQUADO À CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO.....	57
4.1 O <i>SAFE</i> NA PRÁTICA CONTRATUAL ESTADUNIDENSE E SUA INFLUÊNCIA NO BRASIL.....	57
4.1.1 O surgimento e consolidação do <i>SAFE</i> no ecossistema de inovação estadunidense.....	58
4.1.2 A aderência do <i>SAFE</i> às particularidades das <i>startups</i> em estágio inicial.....	60

4.2 ESTRUTURA CONTRATUAL DO <i>SAFE</i>	64
4.2.1 Espécies de <i>SAFE</i> e principais cláusulas.....	64
4.2.2 Cláusulas adicionais comumente previstas em contratos de investimentos.....	69
4.3 DESAFIOS E OPORTUNIDADES DA UTILIZAÇÃO DO <i>SAFE</i> EM <i>STARTUPS</i> BRASILEIRAS DE ESTÁGIO INICIAL.....	75
4.3.1 Potenciais desvantagens e considerações críticas.....	76
4.3.2 Boas-práticas de mitigação de riscos e de harmonização de interesses.....	80
4.3.3 Aspectos extracontratuais que impactam na aderência ao <i>SAFE</i>.....	84
5 CONCLUSÃO.....	89

REFERÊNCIAS

APÊNDICE A – DEGRAVAÇÃO DAS ENTREVISTAS

ANEXO 1 – *SAFE* DISCOUNT, NO VALUATION CAP TRADUZIDO PARA LÍNGUA PORTUGUESA

ANEXO 2 – MÚTUO CONVERSÍVEL

ANEXO 3 – MISTO

1 INTRODUÇÃO

É inegável que a prosperidade econômica é indissociável da inovação e da evolução tecnológica, fatores estes que são impulsionados pelas *startups*, de forma que, ao estimular o crescimento desse tipo de negócio, promove-se também uma economia mais dinâmica, competitiva e resiliente, além de um consequente desenvolvimento social a ser aproveitado por toda a sociedade. Com a constatação de tamanha relevância, associada ao fato de que ainda existem muitos desafios a serem enfrentados, o presente trabalho imerge nesse ecossistema para estudar o papel fundamental do Direito como um propulsor do desenvolvimento econômico nacional, buscando soluções jurídicas que promovam um ambiente próspero para a inovação, o empreendedorismo e os negócios, com enfoque no ecossistema de startups em estágio inicial e seus desafios frente à captação de investimentos.

Dentre os mais diversos aspectos do Direito que impactam o ecossistema de inovação, a presente pesquisa concentra-se eminentemente nos estudos das figuras contratuais, as quais transcendem a mera formalidade jurídica, formando o alicerce fundamental para regular as relações comerciais e econômicas, de maneira que devem refletir o interesse das partes em uma composição colaborativa e de ganho mútuo, pois a qualidade desses instrumentos é ponto central para o sucesso dessas relações. Perante um cenário de risco, incerteza e frequentes mudanças que estão inseridas as iniciativas inovadoras, a produção de contratos alinhados às suas particularidades, envoltos de um espírito “pró-inovação” e “pró-startup” é uma necessidade eminente.

Diante do exposto, surgem os seguintes problemas de pesquisa: considerando as características inerentes às *startups* em estágio inicial no Brasil, o *SAFE (Simple Agreement for Future Equity)* é um instrumento adequado para uma eficiente e segura captação de investimentos? É possível que essa figura contratual substitua o mútuo conversível se tornando principal instrumento de captação de investimentos para *startups* em estágio inicial?

O desafio da presente pesquisa consiste então em analisar os contratos que estão à disposição das *startups* no ordenamento jurídico brasileiro e no mercado, bem como fornecer *insights* que auxiliem no aprimoramento desses instrumentos a partir do diálogo com a realidade prática vivenciada por operadores do Direito inseridos nesse ecossistema, ao explorar boas práticas nacionais e internacionais que podem ser adotadas para impulsionar os investimentos em *startups*. Tal discussão assume grande relevância, pois esse é um setor em enorme expansão no Brasil, no qual a arrecadação de fundos é um dos pilares da trajetória das *startups*, empresas de altíssimo potencial produtivo e grande impacto na economia nacional.

Por essa razão, este estudo concentra-se na dinâmica do mercado de capital de risco brasileiro vivenciada pelas *startups early stage*, possuindo como objetivo geral o de encontrar soluções jurídicas que não apenas facilitem à captação de investimentos, como também atuem sendo propulsoras de um ambiente próspero à inovação, detendo como objetivos específicos: I - Explorar boas práticas de outros países podem ser adotadas no Brasil para impulsionar os investimentos em *startups*; II - Investigar a adequação de um instrumento contratual importado dos Estados Unidos ao contexto brasileiro; III - Buscar instrumentos contratuais que sejam congruentes às necessidades das *startups* em estágio inicial; IV - Verificar se instrumentos atípicos são capazes contemplar os interesses do investidor e da *startup* em uma relação de investimento e V - Compreender as possíveis vantagens da adoção do *SAFE* frente ao mútuo conversível.

O procedimento técnico utilizado para a elaboração do presente trabalho é a pesquisa bibliográfica, a qual fundar-se-á na curadoria e análise da coletânea acadêmica jurídica, associada a guias e estudos econômicos, objetivando construir uma análise conceitual e principiológica em relação ao tema de estudo, sendo este um procedimento de pesquisa essencial para a ciência jurídica. A esse respeito, faz-se imperioso reconhecer a escassez de obras jurídicas robustas sobre o tema no Brasil, pois este ainda é um universo recente, com o qual o presente trabalho objetiva contribuir.

Essa escolha metodológica harmoniza-se com pesquisa qualitativa, realizada por meio de entrevistas - devidamente autorizadas pelos participantes - com em torno de uma hora de duração, conduzidas a partir de temas pré-definidos e com escopo flexível, permitindo uma abordagem investigativa mais completa e adequada do segmento de estudo, o qual é caracterizado pela alta volatilidade - incapaz de ser acompanhado em tempo real até mesmo pelos mais atualizados livros - associado ao fato de que, dado à sua dinâmica e complexidade, a imersão nas experiências práticas de profissionais do mercado se posiciona como um meio necessário para se obter informações de forma abrangente e contextualizada para a construção desse estudo.

Foram realizadas entrevistas com 10 advogados atuantes no mercado de *venture capital*, que se destacam pela atuação conjunta como empreendedores, investidores e mentores no ecossistema de startups. Esses profissionais foram escolhidos cuidadosamente de acordo com suas trajetórias profissionais e localização geográfica diversa, de forma a contemplarem o objetivo de agregar um viés prático, crítico e enriquecedor ao presente trabalho, com insights valiosos e uma visão de mercado complementar aos estudos acadêmicos.

A transcrição das entrevistas, junto à apresentação e qualificação detalhada dos entrevistados, pode ser acessada ao final do presente trabalho, de forma que o leitor possa ter acesso aos assuntos abordados, conferindo transparência à pesquisa por meio do acesso direto às perspectivas dos participantes. A inclusão das transcrições objetiva não somente fortalecer a integridade do estudo, como também proporcionar ao leitor a oportunidade de análise e contato com outros aspectos abordados para permitir uma imersão ainda maior nas complexidades do mercado de *venture capital* brasileiro.

Esse mercado é caracterizado pelo uso de terminologias em Língua Inglesa, aspecto que conduziu a escolha metodológica de se utilizar dos termos em língua estrangeira (Inglês) para que haja simetria com a maneira que são utilizados no ecossistema de *startups*, de forma que se fossem traduzidos para a língua portuguesa haveria um distanciamento da prática do mercado, afetando a compreensão. Por fim, quanto ao método escolhido é o método dedutivo, o qual se baseia na análise de fenômenos e a partir desta análise é feita a formulação de hipóteses. Mais especificamente, será utilizado o método hipotético dedutivo formulado por Karl Popper, autor de referência na metodologia das ciências sociais aplicadas e um dos maiores pensadores da filosofia contemporânea.

A investigação é delineada ao longo dos capítulos, iniciando-se com o capítulo dois, o qual possui papel de apresentar ao leitor o ecossistema de *startups*, estágios de maturidade e modalidades de investimentos, bem como a dinâmica de funcionamento de tais empresas, as quais se diferenciam muito das tradicionais. Ainda no capítulo dois será abordado o potencial produtivo das *startups* e a sua relevância para a economia nacional, trazendo um convite para a construção de um sistema jurídico que impulse as iniciativas inovadoras.

No capítulo seguinte, é feita uma análise acerca das típicas estruturas contratuais para a captação de investimentos previstas no Marco Legal e a sua adequação às particularidades das startups, sobretudo as em estágio inicial. São analisados os contratos de opção de subscrição de ações; a opção de compra de ações; debênture conversível; a sociedade em conta de participação; o contrato de investimento-anjo e contrato de mútuo conversível, com um foco especial a este último o qual se posiciona como o principal vetor de investimentos no Brasil em número de transações.

No último capítulo de desenvolvimento é feita uma investigação a respeito do *SAFE*, documento contratual que surgiu nos Estados Unidos para substituir as *Convertible Notes* Americanas - equivalentes ao mútuo conversível no Brasil - e se tornou o documento número um para arrecadação de fundos em startup até a fase Seed. Assim, buscou-se compreender a adequação de um instrumento contratual importado dos Estados Unidos ao contexto brasileiro

e compreender as vantagens da adoção do SAFE frente ao mútuo conversível para concluir se esse é o instrumento mais adequado para uma eficiente e segura captação de investimentos para *startups* em estágio inicial no Brasil.

2 O ECOSISTEMA DE *STARTUPS* NO BRASIL: EVOLUÇÃO, DESAFIOS E REGULAMENTAÇÃO

O mercado de *startups* no Brasil está em constante crescimento, no entanto ainda existem muitos desafios a serem superados para que o país possa colher o máximo potencial produtivo das iniciativas inovadoras, as quais destacam-se por impulsionarem a evolução tecnológica, a diversificação da indústria e a competitividade a nível internacional. A partir desse entendimento, será analisado no presente capítulo a relevância socioeconômica do ecossistema de *startups* brasileiro, destacando os benefícios proporcionados e como potencializá-los.

Será analisado também o papel do ambiente regulatório no fomento das empresas nascentes, pois é indiscutível a relevância do Direito como ferramenta para condicionar comportamentos e direcionar a sociedade rumo a objetivos coletivamente desejados. Apesar disso, será apresentado que o ordenamento jurídico brasileiro, por muitas vezes, tem se comportado como um grande adversário da inovação e do empreendedorismo, criando dificuldades e entraves para a criação, crescimento e consolidação das empresas.

Para mudar esse cenário, surge o Marco Legal das Startups que inaugura uma fase de renovação no Direito brasileiro, desempenhando a função de ser um grande passo para a construção de um ambiente jurídico favorável ao empreendedorismo inovador. Diante da sua enorme relevância para a comunidade de inovação, neste capítulo será feita uma apresentação e estudo dos principais aspectos do Marco Legal.

Advoga-se na defesa da intervenção Estatal como peça-chave para o desenvolvimento do ecossistema de *startups* brasileiro, sendo evidente a necessidade de iniciativas governamentais na construção de um ambiente propício aos negócios. Essa intervenção estatal se justifica na comprovação de que as *startups* são promotoras de benefícios econômicos, associado ao fato de que ainda existem barreiras para consolidação de novos negócios. (Müller; Rammer, 2012, p. 7).

Também será abordado a respeito dos estágios de maturidade das *startups* e as modalidades de investimentos por elas recebidas ao longo de suas trajetórias, para trazer uma compreensão da dinâmica desse mercado, bem como delimitar quais *startups* serão o foco de análise do presente trabalho. Ao explorar esse tema, busca-se investigar as suas particularidades e os seus desafios para que o Direito consiga trazer respostas adequadas às suas necessidades.

Ao final do capítulo, de forma a estabelecer todos os aspectos basilares da presente pesquisa, é feita uma análise da relação entre os contratos atípicos e a inovação, por meio de uma investigação a respeito da prática contratual. O objetivo desse tópico será desvelar a intrínseca relação entre o desenvolvimento econômico e a liberdade de contratar em todas as suas esferas (quando, com quem e em que termos).

2.1 FORMAÇÃO ORGANIZACIONAL E CULTURAL DAS *STARTUPS*

O potencial produtivo das *startups* deriva justamente da sua formação organizacional e cultural, por esse motivo, a construção do conjunto teórico necessário para compreender se o *Simple Agreement for Future Equity (SAFE)* figura como um instrumento adequado para a captação de investimento perpassa, evidentemente, pela conceituação do que são as *startups*. Trata-se de ponto basilar para todo o trabalho, haja vista que as particularidades que envolvem o nascimento, a estrutura e a operação desse tipo de negócio justificam a necessidade de se conceber respostas diversas àquelas conferidas pelo ordenamento às empresas tradicionais.

O conceito apresentado por Eric Ries (2011, p. 35), escritor e empreendedor do Vale do Silício, é valioso para inaugurar tal compreensão, posto que apresenta uma definição propositalmente genérica e abrangente de *startup*, estabelecendo como uma organização concebida para desenvolver um produto ou serviço novo, sob condições de extrema incerteza. É essa condição de operar em um ambiente de extrema incerteza que caracteriza uma *startup* e a diferencia das empresas tradicionais, isso porque o seu sucesso não depende exclusivamente da execução, haja vista que não se trata de mera cópia de outro negócio já consolidado (Ries, 2011, p. 36).

Steve Blank (2012, p. 1086), considerado o “pai das *startups*”, foi quem inspirou os escritos de Ries, a partir de sua constatação de que as *startups* definitivamente não podem ser consideradas pequenas versões de grandes empresas, pois enquanto as grandes empresas simplesmente executam modelos de negócios pré-existentes, as *startups* estão buscando por eles. Devido a isso, o autor entendeu que essas empresas precisavam de metodologias próprias, pois as utilizadas por empresas tradicionais não se adequam às suas características, analogamente, pode-se dizer que ele vale para a ciência jurídica, que necessita trazer novas soluções adaptadas ao contexto das iniciativas inovadoras.

É necessária uma verdadeira imersão na cultura, operação e dinâmica desse mercado, que rompe com as estruturas das empresas tradicionais, posto que, segundo Ries (2017, p. 139) enquanto essas empresas costumam se concentrar nos riscos técnicos do negócio (questionando

se o produto pode ser construído), as *startups* fizeram surgir uma nova linha de pensamento focada nos riscos de venda (a aceitação do produto pelo mercado).

Esse é o pensamento consolidado com o Manifesto de Desenvolvimento de Clientes de Steve Blank e Bob Dorf, o qual possui como regra número um "*There Are No Facts Inside Your Building, So Get Outside.*", ou simplesmente "*Get outside the building*", uma premissa de que estar em contato direto com seus clientes potenciais, sem se prender apenas ao seu ego e suas próprias ideias, é, segundo os autores, o que separa os vencedores dos perdedores (Blank; Dorf, 2012, p.65-66). As regras seguintes "*Failure is an Integral Part of the Search*" e "*Make Continuous Iterations and Pivots*", respectivamente 3 e 4 (2012, p. 67-68), reforçam este mesmo entendimento sobre a importância da investigação, dos testes e descobertas, associados a essa busca por um modelo de negócios e um *fit* com o mercado.

Posto isso, é cristalino que as *startups* são marcadas por uma cultura de experimentação e flexibilidade, originada na sua operação em contexto de extrema incerteza, o que faz com que estejam sempre atentas ao ambiente a sua volta para se adaptar rapidamente às necessidades do mercado, por conta disso, mudanças de direção são bem-vindas e costumam ser constantes para que continuem "vivas no jogo" em busca de uma inovação sustentável. Esses são negócios que entendem que responder às mudanças é mais importante que seguir um plano¹, até porque "Nenhum plano de negócios sobrevive ao primeiro contato com o cliente" (Blank; Dorf, 2012, p. 69-70).

Blank e Dorf (2012, p. 16) também enfatizam em seu conceito outras características essenciais deste formato de empresa, como a escalabilidade, a repetibilidade e a lucratividade. Tais atributos são extremamente atraentes para investidores, que enxergam na escalabilidade das *startups* (capacidade de crescer em resultados, sem crescer proporcionalmente em custos) a forma de maximizar os seus lucros, apostando nas curvas exponenciais de crescimento das empresas de sucesso.

Outro ponto importante a se destacar é que as *startups* são consideradas organizações temporárias, característica esta que deu origem ao próprio termo, posto que a tradução de "*startup*" para a língua portuguesa pode ser definida como "arranque" ou "partida", sendo justamente o que essas empresas buscam, dar a partida em negócios inovadores. (Lana; Pimenta, 2021, p. 10). Sendo assim, a *startup* é uma etapa do que pode vir a se tornar uma grande companhia, fase seguinte em que o negócio já se encontra mais estabilizado.

¹ Quarto pilar do Manifesto para Desenvolvimento Ágil de Software

Tais atributos mencionados são contemplados no enquadramento jurídico previsto no Marco Legal das Startups (Lei Complementar nº 182/2021), o qual prevê como exigências para que uma empresa se enquadre como *startup* as seguintes:

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

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e

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

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

De modo a apresentar a legislação comparada, Saulo Micheles (2021, p. 26-27) elaborou uma tabela comparativa do enquadramento de *startups* em outros países.

Figura 1 - Tabela Comparativa Critérios Enquadramento *Startup*

Critério	Itália	Índia	Reino Unido
Receita Máxima	€ 5 milhões	25 milhões de rúpias indianas	
Tempo máximo de registro oficial (anos)	5	7	7
Ativo total			Inferior a £ 15 milhões (antes de receberem investimento) e a £ 16 milhões (imediatamente após o aporte)
Pessoal ocupado			Inferior a 250
Finalidade ("objeto social")	Relacionado à inovação e à tecnologia.	Criar inovação, melhorar processos e serviços ou possuir alto potencial para geração de empregos ou de riqueza.	

Cr�terio	Itália	Índia	Reino Unido
Outros Critérios	Não resultante de fusão ou spin-off. Sediada na União Europeia. Não pode distribuir lucro. Não pode estar listada no mercado aberto.		Estabelecida no Reino Unido. Não pode estar listada na bolsa de valores. Não pode ser controlada por outra empresa. Não pode captar mais de � 12 milhões
Outros Critérios	Gastos em P&D, qualifica�o do pessoal ocupado ou patentes/software registrado.		de investimento baseado no Esquema de Investimento Empresarial.

Fonte: Michiles, 2021, p. 26

Dessa forma, entende-se que uma *startup* não pode ser considerada apenas como um tipo de empresa, e nem somente o estágio de uma, em verdade, as *startups* representam uma combina o de características, são um tipo de empresa, em um determinado estágio de desenvolvimento (Fonseca; Domingues, 2018, p. 5). O que justifica um tratamento diferenciado pelo ordenamento pátrio, de forma a modelar institutos tradicionais para que sejam capazes de contemplar as suas particularidades de organiza o e dinâmica de mercado.

Diante disso, no t pico seguinte serão exploradas as características dos diferentes estágios de maturidades das *startups*, bem como as modalidades de investimento por elas recebidas, pois   de fundamental importância que os operadores do direito compreendam todas as nuances e desafios que envolvem cada uma das etapas, de forma a construir solu es que auxiliem essas iniciativas inovadoras a se desenvolverem e prosperarem.

2.2 ESTÁGIOS DE MATURIDADE E MODALIDADES DE INVESTIMENTO

O mercado de investimentos em iniciativas inovadoras   dotado de uma dinâmica própria, havendo, portanto, a necessidade da Ciência Jurídica se debruçar sobre as práticas de mercado e suas características para propor solu es capazes de proporcionar transa es mais efetivas e eficientes. Isso se justifica, pois a oferta de fontes de financiamento   uma das chaves

para a manutenção e escala das *startups* em diferentes estágios, tendo grande impacto no ecossistema de inovação (Borsato da Silva; Biagini, 2015, p. 2).

Mesmo uma das grandes características das *startups* ser a escalabilidade, em um mercado altamente competitivo e dinâmico, depender exclusivamente de recursos próprios pode atrasar o desenvolvimento da empresa, podendo inclusive reduzir as chances de sobrevivência. A partir desse entendimento, especialistas afirmam que na medida em que o produto é validado no mercado, captar investimentos é um passo essencial para que o negócio possa se consolidar e expandir (Deitos; Enck, 2020, p. 17).

É certo que as *startups* de modo geral se classificam como investimentos de alto risco, por se tratar de negócios disruptivos e, portanto, sem perspectivas certas a longo prazo (Lana; Pimenta, 2021, p.4), características que ficam ainda mais latentes quando se está diante de *startups* de estágio inicial. Porém, é importante deixar claro que, mesmo diante de tal cenário de risco, as pequenas *startups* não deixam de ser investimentos atrativos, muito pelo contrário, tais organizações têm prosperado em meio a um período de recessão de investimentos.

Nesse sentido, João Kepler (2022), CEO da Bossa Invest, destaca que, apesar do índice de falha e fechamento ser maior em *startups* nesse estágio, investir nesse período da empresa promove melhores taxas de retorno no longo prazo, sendo um investimento mais vantajoso. A previsão do referido empreendedor (Kepler, 2022) é de que as estratégias de *Venture Capital* estarão alocadas principalmente em *startups* de estágios de *Seed* e *Pré-Seed*, de forma a permitir o fundo acompanhar e direcionar as empresas para maximizar os seus resultados futuros.

Esse entendimento reflete o comportamento do mercado internacional, no qual houve uma queda drástica no volume de investimentos no ano 2022, contudo, não afetando as rodadas de investimentos mais baixas, como investimento-anjo e *seed*, que saíram ilesos desta crise. Isso é o que demonstram dados da Pesquisa Corporate Venture Capital Brasil 2022, a qual indica que o foco dos investimentos de *Corporate Venture Capital* esteve centrado nas *startups* de estágio inicial, tendência que tem acompanhado o mercado global, que registrou 96% dos investimentos em iniciativas *early stage* (ABVCAP, 2022, p. 2).

Diante da relevância do *venture capital* para a comunidade de inovação, é necessário compreender com mais profundidade as suas dinâmicas e desafios, que variam de acordo com o estágio da *startup* e o tipo de investimento. Para analisar os desafios enfrentados na captação de investimentos, cabe delimitar no presente trabalho a fase de maturidade das *startups* consideradas iniciantes, as modalidades de investimentos recebidas e os agentes que realizam esses aportes.

As *startups* são classificadas em fases de maturidade, as quais se dividem em ideação, validação, operação, tração e *scale-up*. A ideação é o estágio inicial de qualquer *startup*, sendo definida como o momento em que os empreendedores conhecem melhor o mercado, as dores e os clientes em potencial (SEBRAE, 2023, p. 4), para assim construir o seu *Canvas* de modelo de negócios, um documento repleto de suposições e ideias, sem ainda um conhecimento concreto sobre clientes e mercado (Blank; Dorf; 2012, p. 16).

Na segunda etapa, a de validação, a *startup* busca obter uma comprovação do mercado a respeito do seu produto/serviço ofertado, através de um MVP (*Minimum Viable Product*, em português Mínimo Produto Viável), método que contribui para que o processo de aprendizagem seja iniciado o mais rápido possível e sejam realizados testes de hipóteses fundamentais (Ries, 2011, p. 96). Isso porque, ao contrário de negócios tradicionais, que simplesmente executam modelos de negócio, as *startups* atuam em "modo de busca" para testar e validar suas hipóteses, aprendendo com os resultados e assim testando novamente (Blank; Dorf; 2012, p. 13).

Esse ciclo de aprendizado nunca se encerra, a empresa continuará vivendo constantes ciclos de feedback "medir-construir-aprender" (Ries, 2011, p. 79), mesmo já na fase de operação, em que há a comercialização do produto/serviço e a empresa precisa construir uma organização interna para atender os clientes da melhor forma ao mesmo tempo em que atrai novos (SEBRAE, 2023, p. 5). Na sequência, as *startups* ingressam na etapa de tração, em que se intensificam as estratégias de marketing e vendas para ampliar a base de clientes, conquistando um maior *market-share* enquanto padroniza processos, se preparando para escalar (SEBRAE, 2023).

A última etapa desta sequência de estágios de maturidade é a *scale-up*, a fase em que a empresa conseguiu colocar em prática de forma bem-sucedida um modelo de negócios replicável e escalável, deixando, inclusive, de se enquadrar como uma *startup*. A métrica que define se a organização alcançou tal estágio de maturidade é se a empresa obteve crescimento de 20% ao ano durante três anos consecutivos – seja em receita ou no número de colaboradores, tendo pelo menos 10 funcionários antes dos 3 anos de contagem (Carrilho, 2020, p. 4).

Já em relação às modalidades de investimento, o primeiro estágio é o *Bootstrapping*, que representa o capital próprio aportado pelo fundador, isto é, iniciar a empresa sem qualquer financiamento externo, apenas com as suas próprias rendas e economias. O termo *Bootstrapping* pode ter a sua interpretação estendida ao longo do tempo de vida da *startup*, quando a organização não realizou nenhuma captação de investimento, mas o(s) fundador(es) também não precisam mais dispor de suas economias, pois a empresa já possui renda própria, ou seja, é autofinanciável.

Se o produto e modelo de negócio proposto pela *startup* não demandem logo de início um alto investimento, essa é, sem dúvida, a melhor forma de iniciar. Sem investidores pressionando os fundadores, cobrando por resultados de maneira imediatista, é possível desenvolver as atividades com mais calma, ter o foco ainda mais direcionado ao sucesso do cliente, validar com mais precisão suas hipóteses e ainda construir bases mais sólidas de sua cultura, fatores que podem ser determinantes para a continuidade e sucesso da empresa (Artemisia, 2017).

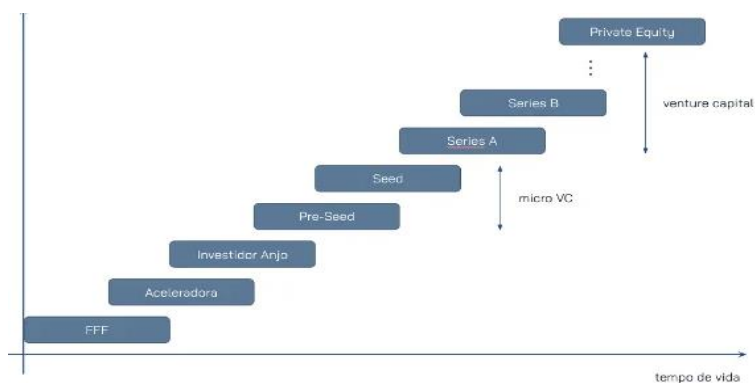
Em primeira análise, este parece ser o modelo de crescimento ideal para qualquer tipo de empresa:

Se a empresa está gerando caixa que pode ser reinvestido no seu crescimento, porque o empreendedor abriria mão de uma parte da empresa para captar dinheiro no mercado? A empresa não pode ir faturando, reinvestindo e ir crescendo aos poucos com o seu próprio capital? Parece não ter lógica, certo? (Deitos; Enck, 2020, p. 17).

A partir de tal reflexão, entende-se ser desejável, em momento de baixa nos investimentos em *startups*, que as empresas se demonstrem sustentáveis, que sejam capazes de arcar com os custos de sua operação atual. Entretanto, o financiamento apenas por recursos próprios é um modelo de desenvolvimento de negócios muito mais lento, e em um mercado competitivo, perder o *timing* pode significar a ruína da empresa, de forma que, para escalar a operação com maior velocidade, as *startups* vão ao mercado para captar recursos.

Diante disso, saber o momento certo para angariar capital externo, bem como o instrumento adequado para definir as obrigações oriundas de tal operação, é um fator essencial para a sobrevivência de uma *startup*. Assim sendo, cabe apresentar as modalidades de investimento externos existentes de acordo com o tempo de vida da empresa, as quais podem ser verificadas na ilustração seguinte.

Figura 2 - Tipos de Investimento na Jornada da *Startup*



Fonte: Bossa Invest, 2020

O primeiro nível é o FFF (*Family, Friends and Fools*), dinheiro arrecadado com família, amigos e "tolos" que acreditam na ideia do empreendedor, pessoas que, em regra, não possuem conhecimento para impulsionar o negócio, tampouco realizam este aporte com foco na obtenção lucro, mas sim possuem o desejo genuíno de apoiar o novo negócio (Bossa Invest, 2022). Essa falta de profissionalismo dos investidores, apesar de poder ser vista como um ponto negativo, também confere a vantagem de permitir que o empreendedor gerencie o seu negócio com maior liberdade, mas para isso é preciso que ambos estejam alinhados para que as relações interpessoais não causem entraves.

Em seguida, existem os investimentos feitos por aceleradoras e incubadoras, aparelhos de inovação que, além de capacitação e *networking*, promovem também programas que destinam valores "de fundo perdido", isto é, subvenção sem contrapartida. Esse tipo de investimento, confere um selo de confiança da organização para a *startup* e injetam pequenos valores para auxiliar a operação da empresa, sem a necessidade de que se devolva ou que se converta em participação societária.

A modalidade de subvenção econômica é a mais comum nesse tipo de programa, mas também são promovidos editais de incubação e aceleração, inclusive de organizações públicas, em que a contrapartida pela disponibilização do capital é a sua futura conversão em participação societária. Nesse caso, observa-se que há um padrão de *equity share* para todas as selecionadas, sem que haja discussão individual a respeito das condições, sendo esses contratos de adesão, com cláusulas pré-definidas antes da seleção das empresas apoiadas.

O próximo estágio é o famoso investimento-anjo, valor aportado por pessoas físicas que já possuem *expertise* no mundo dos negócios e contribuem também com o chamado *smart-money*. Nesse tipo de rodada o empreendedor está buscando não somente o dinheiro, mas a experiência e as conexões desse investidor que vão ajudar a alavancar o negócio (Potenza, 2021). Pelo perfil de mentor e conselheiro desse investidor, é importante que haja um alinhamento do nível de engajamento que se espera da sua atuação, bem como em quais elementos ele irá agregar (SEBRAE, 2015, p. 9).

Em sequência há o investimento *pré-seed*, que se assemelha ao investimento-anjo, mas é realizado por pessoas jurídicas, possuindo quantias que variam entre 100 mil e 1 milhão de reais; seguido pelo *seed*, o capital semente, geralmente direcionado quando a empresa está em busca do *Product Market Fit* (PMF), podendo captar em média entre 3 e 10 milhões de reais. Depois seguem as rodadas mais altas de investimentos classificadas em séries (A, B, C, D, E...), realizadas em um momento mais maduro da *startup*, variando de acordo com o valor investido (Bossa Invest, 2022).

Após este estágio, existem dois caminhos para as *startups*, quais sejam se tornarem "peixes grandes" ou "tubarões", sendo os "tubarões" aquelas empresas que tiveram um crescimento exponencial tão acelerado que se tornaram impossíveis de serem adquiridas pelo valor de mercado conquistado, como o Google e o Facebook. Diferentemente do que ocorre com os "peixes grandes", empresas de crescimento notório, mas gradual, o que faz com que elas entrem na chamada "zona de M&A" e sejam adquiridas por grandes companhias, como foi o caso da *Android* e do *Instagram*, adquiridas respectivamente pelo *Google* e pelo *Facebook* (Potenza, 2021).

No presente trabalho, a análise acerca do melhor instrumento jurídico para a relação de investimento será voltado às *startups* em estágios de validação e operação e à aportes de investimento-anjo, *pré-seed* e *seed*, contexto no qual as empresas enfrentam desafios no *fundraising*, por ainda não possuem dados robustos de validação de mercado. Sendo necessário que a ciência jurídica e a política econômica se alinhem em torno do objetivo de ajudar essas iniciativas a superarem este desafio, de forma a consolidar o Brasil como um polo de desenvolvimento de inovação.

Reforça-se a necessidade de ampliar o suporte a estas iniciativas para aproveitar esta boa fase do mercado das *startups* em estágio inicial, pois essas empresas são fundamentais para o desenvolvimento sustentável do país, promovendo inovação tecnológica e resiliência econômica, o que justifica a dedicação da comunidade jurídica para compreender e apoiar esse ecossistema, que tem muito a entregar para o crescimento do Brasil, como será apresentado no tópico seguinte.

2.3 RELEVÂNCIA DAS *STARTUPS* PARA O DESENVOLVIMENTO NACIONAL

É amplamente reconhecida a relevância socioeconômica das *startups* e sua importância para o alcance dos objetivos constitucionais, a citar a garantia do desenvolvimento nacional. Para que esse objetivo seja alcançado, necessariamente há de se promover inovação tecnológica, ao passo que, o progresso econômico depende em grande parte de uma sociedade que usa tecnologia de ponta e tem uma comunidade científica próspera (Gomes, 2007, p. 285).

Desse modo, surge a importância de impulsionar do ecossistema de *startups*, já que a junção dos fatores anteriormente citados, resulta em uma maior sustentabilidade do Estado no cenário internacional e maior qualidade de vida dos cidadãos. Tal perspectiva reflete na criação de condições de igualdade material (Gomes, 2007, p. 285), na medida em que, as *startups*

operam nas lacunas econômicas, suprindo falhas existentes nos mais variados setores, como mobilidade urbana, serviços financeiros e até mesmo o agronegócio (Kon, 2021, p. 21).

Seguindo esse entendimento, Jeremy Jurgens, Diretor Administrativo do Fórum Econômico Mundial de 2022, já se posicionou no sentido de que considera as *startups* essenciais para promoção de mudanças sociais, tendo papel fundamental para impulsionar a recuperação econômica e o crescimento responsável (World Economic Forum, 2022). Isso porque, diferentemente de setores tradicionais, que ainda precisam se adaptar gradativamente às novas boas práticas de mercado no que tange a diversidade e a sustentabilidade, o ecossistema de *startup* possui em seu DNA um alinhamento à agenda ESG (*Environmental, Social and Governance*, em português “Ambiental, Social e Governança”).

Essa declaração demonstra que as *startups* estão em consonância com o estabelecido nos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU), presentes na Agenda 2030, principalmente o ODS número 8 "Trabalho Decente e Crescimento Econômico", o qual objetiva promover um crescimento econômico e social sustentável, por meio da promoção de maiores níveis de produtividade, inovação tecnológica e incentivo ao empreendedorismo. Destacam-se entre as metas do referido ODS (i) alcançar elevados níveis de produtividade econômica, com diversificação e inovação tecnológica e (ii) a promoção de políticas de apoio à formalização e crescimento de novos negócios, para promover a geração de empregos, a inovação, o empreendedorismo e a criatividade (UNDP, 2015).

Percebe-se assim que as *startups* são as grandes aliadas para atingir essas metas, pois trata-se de organizações reconhecidas por seu potencial de inovação e por contribuírem para a geração de empregos mais qualificados, a transformação digital de setores tradicionais e o aumento do volume de investimentos estrangeiros. Ademais, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) reconhece que em toda a América Latina essas empresas revigoram o ambiente empresarial, aumentam a competitividade pela inovação, além de criarem mercados e oferecerem soluções inovadoras para problemas emergentes (2016, p. 4).

A OECD recomenda que os países latino-americanos invistam na diversificação de sua produção e no ingresso na nova economia digital, pois o clima da região é notadamente marcado por um crescimento em desaceleração, associado ao esgotamento das fontes tradicionais de crescimento, com baixos preços das commodities e baixa demanda externa (2016, p. 12). A partir dessa análise, o relatório recomenda com urgência que os países

trabalhem com ações diretas e indiretas na promoção das *startups*, pois reconhece o potencial dessas empresas para transformar as economias da América Latina.

Com isso, é cristalino que a inovação e a tecnologia possuem papel extremamente relevantes para a resiliência econômica, visto que a junção de investimentos em ciência, tecnologia e empreendedorismo representam o conjunto necessário para construir o terreno próspero para o crescimento de um país a longo prazo. Uma evidência de tal constatação é o fato de que as *startups* nacionais apresentaram taxas constantes de crescimento e aceleração desde 2014, mesmo período em que o Brasil enfrentou um grave cenário de recessão econômica e instabilidade política, em que outros segmentos do comércio e indústria se mantiveram estagnados ou com crescimentos pouco significativos (Kon, 2021, p.14).

A partir do reconhecimento do potencial produtivo das *startups*, o país deve adotar uma postura ativa para o seu impulsionamento, de modo a criar um ambiente adequado às suas particularidades.

2.4 O IMPULSIONAMENTO DO ECOSISTEMA DE *STARTUPS* PROPORCIONAMENTO PELO MARCO LEGAL (LEI N° 182/2021)

O universo das *startups* é dinâmico e está em constante evolução, sendo impulsionado pela cultura empreendedora, que é marcada pela criatividade e inovação, entretanto, por vezes, esse ecossistema se depara com o ambiente regulatório que ainda é regido por um movimento oposto, de burocracia e de engessamento. Mesmo diante de um cenário como este, não há como afirmar que eliminar a regulamentação seria a chave para o empreendedorismo inovador prosperar, uma vez que a regulamentação desempenha o importante papel de promover integridade, segurança e confiança em um mercado notadamente caracterizado pela instabilidade.

É preciso então que se encontre um caminho de sinergia na interação entre a cultura empreendedora e a regulamentação, no qual a inovação seja impulsionada, sem que se comprometa a estabilidade regulatória, pois somente assim será possível construir um terreno fértil para o desenvolvimento das *startups* no país. Portanto, é indispensável que o Estado atue para promover um ambiente propício à produção de novos negócios, o que inclui a construção um sistema jurídico que estimule a inovação, dado que o crescimento de empreendedores de alto impacto está condicionado a um ambiente regulatório mais favorável (Gomes; Alves; Fernandes, 2013, p. 22).

Por esta razão, quando o Estado objetiva impulsionar o ecossistema de inovação, este é um aspecto que não pode ser ignorado (Michiles, 2021, p. 113), pois atualizar o ordenamento jurídico é essencial para alavancar os aportes de capital nas soluções inovadoras, posto que as *startups*, por si só, já se caracterizam como empresas de alto risco. A falta de um ambiente regulatório próspero ao empreendedorismo, resulta em uma geração de riscos adicionais para ambas as partes da relação de investimentos em *startups*; primeiro, para os empreendedores que desejam inovar na seara mercadológica e/ou tecnológica, segundo, para todos os dispostos a disponibilizar recursos para efetivar essas inovações (Michiles, 2021, p. 31).

Os desafios adicionais promovidos pela engessada burocracia o incluem uma série de fatores negativos, entre eles as normas e os regulamentos complexos, os processos administrativos morosos e as obrigações excessivamente onerosas. A combinação desses aspectos pode atrasar o início das atividades, gerar custos adicionais e dificultar a captação de investimentos, afetando o crescimento e a sobrevivência desse modelo de negócio que, como mencionado, opera em um ambiente de extrema incerteza e possuem uma alta taxa de mortalidade, com 9 em cada 10 *startups* (Startup Genome, 2022, p. 18).

Devido a esses números, Guilherme Potenza (2021) compara os investimentos em *startups* de hoje com as grandes navegações do século 15. A ida às Índias em busca de especiarias eram operações de alto risco, em que muita coisa - inclusive tudo - poderia dar errado, mesmo assim, "investidores", apostando nos altos ganhos de um resultado bem-sucedido, aportavam seu capital para financiar essa busca.

Ao longo de todo esse período diversas expedições realmente falharam, mas as de sucesso compensaram todas as demais. Ainda para Potenza (2021) ele se traduz hoje com as *startups* que, apesar da estatística de falha, são modelos empresariais muito lucrativos para investidores, os quais estão dispostos a alocar seus recursos, pois a projeção de faturamento de uma *startup* bem-sucedida compensa todas as demais que falharam (Kartashev, 2022, p. 8), por isso mesmo diante de todas as adversidades, o mercado de iniciativas inovadoras está em constante crescimento no Brasil.

Para impulsionar esse crescimento, surge o Marco Legal das Startups, adaptando o ordenamento pátrio para contemplar as novas demandas trazidas por essas empresas e criar um conjunto regulatório capaz de proporcionar uma melhor estrutura para o surgimento e consolidação das iniciativas inovadoras. A partir da análise do crescimento do número de *startups* no país antes e depois da sua entrada em vigor, é possível observar que o Marco tem cumprido esse objetivo.

Em 2020, o Brasil tinha cerca de 12.700 *startups*, em 2022 esse número quase que dobrou, alcançando mais de 22 mil (ABSTARTUPS, Deloitte, 2022). Comportamento semelhante foi observado na Itália, país em que a implementação do seu Marco Legal "*Italian Startup Act*" em 2012 levou a um aumento significativo no número de *startups*, atingindo mais de 5,9 mil em meados de 2016, o que representa um aumento de 160% em relação ao mesmo período de 2014 (Anjos do Brasil, Grant Thornton, 2017, p. 3).

Foi o referido dispositivo legal italiano, junto a outras legislações - como a inglesa e a indiana -, que inspirou a comunidade de *Startups* no Brasil a se organizar politicamente e levantar a pauta em defesa da criação de um regramento legal para regulamentar e, conseqüentemente, fortalecer o mercado inovador brasileiro. Iniciativas de agentes da comunidade de *startups* são fundamentais para construir a defesa do segmento e influenciar o Poder Público, pois o ambiente regulatório é inegavelmente um dos mais importantes elementos para o bom funcionamento do ecossistema empreendedor, porém é o único que depende quase que exclusivamente do Estado para ser implementado (Matos; Radaelli, 2020, p.51).

A partir dessa iniciativa, há o reconhecimento pelo Estado brasileiro da relevância socioeconômica das *startups*, o que pode ser constatado pelos princípios e diretrizes dispostos no Marco, entre eles: (a) o reconhecimento do empreendedorismo inovador como vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental; (b) o impulsionamento destes negócios como meio de promoção da produtividade, (c) da competitividade da economia brasileira e (d) de geração de postos de trabalho qualificados. Ademais lei estabelece a necessidade de atualização do cenário empresarial brasileiro para incorporar modelos de negócios emergentes, bem como a melhoria das políticas públicas e dos mecanismos de apoio ao desenvolvimento de negócios inovadores.

Com isso à vista, um dos destaques dessa legislação destaques é *Sandbox* regulatório, o qual consiste na ideia de promover um espaço protegido, monitorado e seguro para conduzir testes, definido pela Lei Complementar 182/21 em seu art. 1º, inciso III, como sendo:

Conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado.

Diante da constatação de que o processo legislativo é excessivamente moroso, Engelmann (2022, p. 332) entende que esse modelo de regulação é um grande avanço para o modo como o Direito pretende lidar com as novas tecnologias, pois no modo tradicional o que se observa é uma lei que já entra em vigor ultrapassada. O referido autor advoga pela importância do desenvolvimento de modelos jurídicos ágeis e flexíveis, que sejam capazes de contemplar com mais rapidez as mudanças, pois o processo legislativo é insuficiente para cumprir o papel de promover segurança jurídica nestes casos (Engelmann, 2022, p. 332).

Caminhando neste mesmo sentido, a Lei Complementar 182/21 abriu um caminho para a construção de propostas que visem o justo equilíbrio entre a flexibilidade e a segurança, oferecendo maior capacidade de atuação em contextos de inovação, conferindo ao investidor e à *startup* maior liberdade de escolha do instrumento contratual para formalizar a operação de investimento. Esse entendimento é estabelecido a partir de duas diretrizes previstas no art. 3º:

- II - incentivo à constituição de ambientes favoráveis ao empreendedorismo inovador, com valorização da segurança jurídica e da liberdade contratual como premissas para a promoção do investimento e do aumento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras;
- IX - promoção da competitividade das empresas brasileiras e da internacionalização e da atração de investimentos estrangeiros.

Como implicação prática dessas diretrizes, o artigo 5º prevê a possibilidade de as *startups* receberem investimentos, de pessoas físicas ou jurídicas, sem que esse aporte venha necessariamente resultar em uma integralização de capital social, mas sim apenas com a futura conversão do instrumento. Dessa maneira, ao realizar o aporte o investidor não se torna automaticamente sócio da *startup*, e, por conseguinte, não compartilha os riscos da atividade econômica (Michiles, 2021, p. 31-32).

Essa proteção garantida ao investidor reforça a construção de bases sólidas para o desenvolvimento dos empreendimentos emergentes, pois ao conferir a preservação do investidor promove-se um incentivo para que sejam direcionados mais aportes para as iniciativas inovadoras. Isso porque, apesar do investidor reconhecer que o mercado de *venture capital* é uma atividade econômica de risco, uma das premissas de tais operações é a de que o investidor está disposto a perder o que investiu, mas não está disposto a perder nada a mais do que isso (Potenza, 2020).

As modalidades contratuais que permitem tal dinâmica estão elencadas no artigo 5º, são elas a *debenture* conversível; o contrato de opção de compra; o contrato de opção de subscrição de ações, o contrato de mútuo conversível, e contrato de investimento-anjo; ademais, acrescenta-se que o último inciso prevê de forma genérica "outros instrumentos",

instituindo a possibilidade de utilização de contratos atípicos para a captação de investimentos. Com essa autorização expressa prevista no inciso VII, é cristalino que o Marco reconhece a liberdade contratual como pressuposto para estimular e promover a disponibilização de capital para iniciativas inovadoras (Lana; Pimenta, 2022, p. 86).

O referido diploma legal abre um horizonte de possibilidades, com um convite para que os profissionais do Direito busquem soluções jurídicas efetivas e eficientes para as operações de *fundraising*, especialmente com um enfoque voltado às *startups* em estágio inicial, as quais possuem particularidades específicas não contempladas pelos modelos tradicionais.

A partir dessa exposição do Marco Legal, são inegáveis os avanços trazidos por ele, apesar disso, a análise final do projeto, é de que o Marco soluciona apenas parcialmente as diversas dificuldades apresentadas pelo ecossistema de inovação do Brasil (Vieira, 2021, p. 9). Por conta desse atendimento parcial às suas demandas, a comunidade das *startups* lamenta temas importantes que ficaram de fora, como a possibilidade de manter o regime tributário do Simples Nacional para *startups* que se tornem S.A.s e a compensação de perdas por investidores-anjo (ABSTARTUPS, 2021, p. 10).

Embora se reconheça as falhas dessa legislação, entende-se que a mera existência de um diploma legal que versa sobre o tema já representa um significativo avanço na diminuição da insegurança jurídica dos negócios inovadores, sendo este um elemento essencial para a crescente de *startups* no país, assim como para o direcionamento de mais aportes de capital para essas empresas (Michiles, 2021, p. 5). Com isso, o Marco Legal das Startups se configura como um importante degrau na longa "escada" em busca de um maior fomento aos negócios, sendo responsável por inaugurar uma legislação própria dedicada ao empreendedorismo inovador.

Portanto, percebe-se que há ainda muito trabalho a ser feito para que o Brasil possa se tornar uma nação mais competitiva no cenário internacional, sobretudo no tocante à temática dos investimentos. É preciso levantar a necessidade de atualização no aparato jurídico do mercado de *venture capital* para impulsionar o aporte de capital - nacional e estrangeiro - no ecossistema brasileiro de inovação, com um olhar em especial aos desafios das *startups* em estágio inicial.

2.5 A LIBERDADE CONTRATUAL COMO PRESSUPOSTO PARA PROMOVER A INOVAÇÃO

Como observado ao longo de todo este capítulo, o ecossistema de *startups* é caracterizado por uma dinamicidade e evolução constante, de modo surgem novos arranjos contratuais com uma velocidade nem sempre capaz de ser acompanhado no mesmo ritmo pela disciplina jurídica. Assim a liberdade contratual se estabelece como pressuposto indissociável para promover a inovação e possibilitar que esses novos arranjos negociais sejam construídos e efetivados.

No ambiente do empreendedorismo inovador, a liberdade de contratar, em suas diversas dimensões, vai além da mera instrumentalização da vontade, mas também atua como elemento indispensável para a concretização de estratégias econômicas e modulação de novos negócios. Dessa maneira, diante da insuficiência das estruturas contratuais tradicionais é preciso que os operadores do Direito se utilizem da liberdade contratual, consagrada no ordenamento brasileiro, para construir com criatividade e eficiência instrumentos congruentes à realidade das empresas de inovadoras.

Nesse contexto, os contratos de investimentos merecem especial atenção de juristas e outros agentes do ecossistema, uma vez que, como já demonstrado, ocupam papel importantíssimo na trajetória de uma *startup*. A análise a respeito das figuras contratuais tipicamente previstas para operações de investimentos serão mais bem aprofundadas no capítulo seguinte, enquanto este tópico concentra a análise da relação entre a liberdade contratual e a inovação, acerca da possibilidade de utilização de contratos atípicos para normatizar negócios de *venture capital*.

Para falar de inovação, cumpre-se tratar a respeito do princípio da autonomia da vontade, pois é este basilar princípio, definido como a faculdade das partes de contratar se quiserem, com quem quiserem e sobre o que quiserem (Gonçalves, 2020, p. 54), que fundamenta a celebração de contratos atípicos (Cases, 2003, p. 286). Importante mencionar que a liberdade contratual é alicerce não somente na criação do contrato, mas é o seu próprio fundamento de legitimidade, sendo o motivo pelo qual os seus preceitos são obrigatórios. No entanto, é preciso destacar que a autonomia privada não mais parte da teoria voluntarista clássica, sendo vista atualmente como uma expressão das liberdades fundamentais, estabelecidas pelo texto constitucional (Tepedino; Konder, Bandeira; 2020, p. 60).

Nesse sentido, é possível extrair da Carta Magna diversos princípios que reforçam a autonomia privada como um valor constitucionalmente protegido, visando tutelar o bom

funcionamento das relações econômicas e sociais, dentre os quais podemos citar a livre iniciativa e a livre concorrência (art. 170 caput e inciso IV). Esses preceitos foram reforçados pela Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), legislação responsável por estabelecer normas para a sua proteção, introduzindo novos parâmetros no Código Civil, a citar a inclusão do parágrafo único do artigo 421 e o art. 421-A, prevendo a excepcionalidade da revisão contratual e a intervenção mínima nas relações econômicas.

O mesmo entendimento de privilegiar a liberdade das partes é previsto no Marco Legal das Startups, o qual estabelece a liberdade contratual como uma das premissas para promover o aumento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras (art. 3º, inciso II). Premissa que é contemplada em seu art. 5º, que estabelece cláusula aberta que permite a utilização de outros instrumentos fora dos previstos pela lei para captação de investimentos.

Esse inciso é mais do que uma autorização, pode-se dizer que é um verdadeiro convite da lei para a utilização de contratos atípicos, de forma que as partes busquem instrumentos que melhor contemplem a sua relação econômica, promovendo, ao mesmo tempo, o resguardo de dois bens jurídicos relevantes: a liberdade de contratar e a segurança jurídica. Deste modo, cabe ao ecossistema de inovação continuar a busca por cláusulas, arranjos e tipos contratuais que permitam o pleno desenvolvimento dos negócios, para que sejam progressivamente incorporados às práticas contratuais desse mercado.

Tal prática é inerente à atividade mercantil, que sempre fez surgir novos modelos de negócio - e conseqüentemente de contratos - que ao se mostrarem mais aderentes à atividade empresarial, são incorporados pelo mercado. Ocorre assim uma "seleção natural", na qual as figuras contratuais que se mostram mais eficientes se sobrepõem sobre as menos eficientes (Forgioni, 2018, p. 53).

O entendimento do funcionamento do mercado é essencial para a disciplina contratual, pois esse ramo do direito trata-se "de um direito dos contratos dos contratos, e não um direito dos contratos da lei" (Ferreira Neto, 2023, p. 105). Tal entendimento fundamenta-se na constatação de que os contratos não são simplesmente criados pelo legislador, eles derivam da sua relevância e recorrência no mercado. Afinal, por vezes, quando o legislador - agente externo ao mercado - "inventa" um novo tipo contratual, considerando ser o melhor para a dinâmica daquele ecossistema, a sua utilização tende a ser ínfima.

É preciso dar espaço e segurança para que os próprios agentes do mercado possam, diante do contexto que estão inseridos, produzir os arranjos contratuais que lhe forem mais adequados, concedendo autonomia para regularem os seus próprios interesses, criando normas juridicamente vinculantes (Varela, 2018, p. 232), das quais podem derivar efeitos jurídicos não

previstos ou mesmo distintos do ordenamento estatal (Ferreira Neto, 2023, p. 103). O que é perfeitamente autorizado pelo Código Civil, que em seu art. 425 que disciplina que “É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas”.

Desde que o objeto do contrato seja lícito, possível e determinado ou determinável, as partes sejam capazes e a sua elaboração esteja de acordo com a forma prescrita ou não defesa em lei (art. 104), será um instrumento válido. Ademais, não haverá, *a priori*, indicação de normas específicas para regular este diploma (Azevedo, 2004, p. 39) e os princípios do direito contratual serão utilizados para preencher eventuais lacunas (Riccitelli, 2010, p. 33).

A faculdade de produzir contratos atípicos se faz muito importante para o ecossistema de *startups*, ambiente notadamente marcado pela dinamicidade, inconstância e criatividade, em que todos os dias surgem novas relações e por consequência novos contratos para disciplinar as suas particularidades. Por esse motivo, ao permitir a atipicidade, incentiva-se também a inovação (Pargendler, 2016), de modo que é cabível dizer que este século será palco para o desenvolvimento de uma teoria dos contratos direcionada à inovação (Ferreira Neto, 2023, p. 105).

A liberdade contratual e a validade dos instrumentos atípicos é pressuposto indispensável para que essa inovação possa prosperar, de maneira que o desenvolvimento da “economia digital” enfrentaria obstáculos intransponíveis se o ordenamento jurídico não concedesse aos particulares ampla liberdade de contratação (Polizelli; Andrade Júnior, 2018, p. 1). Dito isso, a partir do entendimento de que são as inovações tecnológicas e as necessidades socioeconômicas, que geram o surgimento de variadas formas contratuais, é cristalina a efervescência de novos instrumentos no contexto atual, diante da infinidade de novos moldes para as relações jurídicas, a citar inéditos modelos de transação, como o *marketplace*, *streaming*, plataformas de *crowdfunding*, dentre outros.

A mesma dinâmica tem ocorrido com as operações de investimento em *venture capital*. Apesar de já existirem diversos tipos contratuais que podem ser utilizados para regular esse tipo de transação, será apresentado no capítulo três, que esses, muitas vezes, se demonstram insuficientes ou inadequados, levando às partes criarem soluções ou até mesmo importarem instrumentos estrangeiros.

É evidente que não é interessante para o funcionamento do ecossistema que os seus agentes utilizem múltiplos contratos atípicos, com formas, cláusulas e nomenclaturas muito diversas, pois isso onera a operação, na medida em que os advogados terão grande trabalho para elaboração, comunicação e alinhamento com a outra parte. O que se busca evidenciar no presente trabalho são os contratos socialmente típicos, os quais, apesar de não serem

positivados no ordenamento jurídico, são amplamente aceitos e conhecidos pelos participantes de determinado mercado, a citar o *SAFE (Simple Agreement for Future Equity)*, que será mais bem investigado no capítulo quatro.

Finalizando a presente reflexão sobre a simbiótica relação entre a liberdade contratual e inovação, cumpre ressaltar um outro ponto de fundamental importância para o pleno desenvolvimento do ecossistema de *startups*, a segurança jurídica. Em primeiro momento podem parecer valores opostos, fazendo com que se indague sobre qual seria a relação entre a atipicidade contratual e a segurança jurídica.

Para que tal questionamento não prospere, é preciso recordar-se que o próprio desenvolvimento do Estado tem origem na evolução do sistema capitalista, o qual necessitava de alicerces para promover segurança e estabilidade, para permitir o bom funcionamento das transações econômicas. Do mesmo modo que o empresário deseja (e precisa) de liberdade para construir suas relações, necessita de um sistema estável e organizado para sustentá-las, sendo a segurança jurídica condição estrutural de qualquer ordenamento (Ávila, 2011, p. 107).

Em razão disso, “Os contratos empresariais somente podem produzir riqueza em um ambiente que privilegie a segurança e previsibilidade jurídicas, quanto maior o grau de previsibilidade proporcionados pelo sistema, mais azeitado o fluxo das relações econômicas.” (Forgioni, 2018, p. 119). Esse entendimento foi harmonizado com a liberdade no Marco Legal das Startups na medida em que este permite a utilização de contratos atípicos e, ao mesmo tempo, afasta a condição de sócio do investidor.

Isso foi de fundamental importância, pois, certamente o investidor se sentiria inseguro e se oporia à utilização de contratos atípicos se o texto legal não afastasse o seu enquadramento como sócio, pois, caso contrário, estaria exposto a inúmeros riscos, como o de ter o seu patrimônio executado em virtude de dívidas trabalhistas contraídas pela *startup*. Portanto, por mais que pareça controverso, para que o exercício da liberdade seja pleno, há que se garantir segurança e previsibilidade.

Após a presente análise, não há dúvidas da possibilidade de as partes convencionarem suas operações de investimentos por meio de instrumentos atípicos, pois continuaram resguardadas pela previsão do Marco Legal das Startups. Sendo assim, é preciso que a comunidade jurídica se movimente no sentido de encontrar outros arranjos contratuais que melhor contemplem as particularidades das *startups* em estágio inicial, pois, como será apresentado no capítulo seguinte, os tipos contratuais previstos na Lei Complementar 182/2021 apresentam limitações.

3 O DESCOMPASSO ENTRE AS TÍPICAS ESTRUTURAS CONTRATUAIS NACIONAIS E O FUNCIONAMENTO DAS *STARTUPS* ESTÁGIO INICIAL

A partir da apresentação realizada no capítulo anterior, é evidente que o mercado de *startups* brasileiro está em aceleração, contudo ainda enfrenta desafios significativos a serem superados, a citar a dificuldade de captação de recursos financeiros, que, como já apresentado, são cruciais para promover o desenvolvimento das empresas de base tecnológica (Borsato da Silva; Biagini, 2015, p. 2).

Dentre os desafios enfrentados está o descompasso entre as típicas estruturas contratuais nacionais e o funcionamento das *startups* em estágio inicial, empresas que, apesar de serem vistas como um investimento atrativo, ainda enfrentam limitações devido à ausência de resultados comprobatórios robustos. Nesse cenário que o Direito surge como uma ferramenta valiosa para garantir a máxima redução de riscos por meio da produção de elementos contratuais adequados a essa realidade, com cláusulas desenvolvidas para tanto (Coelho, 2018, p. 2).

Posto isso, após realizada uma exploração a respeito da dinâmica do ecossistema de *startups* no Brasil, é o momento de construir uma análise aprofundada sobre os instrumentos contratuais previstos em lei e utilizados por essas empresas nascentes para a formalização da captação de investimento. A pertinência de tal investigação reside no fato de que, embora o Marco Legal tenha obtido o êxito de promover diversos avanços, ainda existe uma insuficiência nas formas contratuais previstas em seu texto, as quais não contemplam certas particularidades das *startups* em estágio inicial.

Diante de tal constatação, é preciso questionar a utilização dos instrumentos contratuais tidos como consolidados no Brasil, mas que não se encontram alinhados à realidade das *startups* em estágio inicial. Assim no presente capítulo serão apresentadas as formas contratuais previstas na Lei n° 182/2021 (Marco Legal das Startups), por meio de uma análise sobre seus pontos positivos e suas lacunas, para avaliar o grau de adequação, com uma atenção especial ao mútuo conversível, em razão de sua predominância no mercado brasileiro.

3.1 CONTRATOS TÍPICOS DO MARCO LEGAL DAS *STARTUPS*

Como apresentado no presente estudo, o Marco Legal das Startups estabeleceu em seu artigo 5° as figuras contratuais que permitem aporte de capital de modo que o investidor não será integrante do capital social da empresa, são elas: o contrato de opção de subscrição de

ações, o contrato de opção de compra, a debênture conversível, o contrato de mútuo conversível e o contrato de investimento-anjo. Dentre as estruturas citadas, notadamente a mais utilizada no país é o mútuo conversível, o qual terá maior ênfase nesse trabalho, contudo também se faz valioso analisar brevemente as outras figuras presentes no referido artigo 5º.

Os contratos de opção de subscrição e de opção de compra de ações se encontram presentes no ordenamento pátrio na Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A), tendo sido incorporados pelo Marco Legal das Startups para serem utilizados na captação de investimentos em iniciativas inovadoras, como previsto nos editais promovidos pela empresa pública Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), conforme minuta contratual disponível em seu site. Nessas operações, a empresa concede o direito de subscrição ou compra de ações, mediante o atingimento de metas, ocorrência de eventos de liquidez ou simplesmente o decurso do tempo, sob preço determinável ou pré-determinado, assumindo a obrigação de transferir as ações já emitidas ou emitir novas ações, de acordo com os limites autorizados (Sanjar, 2012, p. 60).

Essa é uma modalidade bastante utilizada em operações de *vesting*, voltadas a premiar funcionários, administradores ou prestadores de serviços, visando promover a retenção desses talentos. No entanto, entende-se que não seria a opção de instrumento contratual mais vantajosa para as *startups* em estágio inicial realizarem a arrecadação de fundos, ao menos quando praticada isoladamente, pois nesses contratos o pagamento é efetuado no momento em que a opção é exercida, ao contrário de outros instrumentos como o *Simple Agreement for Future Equity*, em que no ato do contrato já é realizado o pagamento, lhe concedendo a opção de posteriormente converter esse capital em participação social.

É possível, evidentemente, negociar que o montante do investimento seja pago no momento do contrato, como pagamento para se adquirir o direito de compra ou subscrição. No entanto, pela lógica de funcionamento desse instrumento contratual, esse valor pago não é convertido em participação societária, o investidor deverá desembolsar um novo valor para se tornar titular das ações. A vantagem para o investidor reside no congelamento do valor das ações de acordo com o *valuation* atual da empresa, por outro lado, o montante total do investimento a ser recebido pela *startup* fica fracionado e o valor pago inicialmente é "perdido" pelo investidor.

Em sequência, o Marco Legal apresenta a figura das debêntures, que, graças a sua flexibilidade, transformaram-se em um dos mais importantes instrumentos de obtenção de recursos das companhias brasileiras (ANBIMA; ABRASCA, 2008, p. 2). As debêntures configuram-se como títulos de dívida que conferem um direito de crédito aos seus titulares

contra a companhia, nas condições constantes na escritura de emissão, podendo ser simples ou conversível (ANBIMA, 2018, p. 3), sendo a segunda opção a que se trata no artigo 5º do Marco Legal.

Esse instrumento é regulado pelo artigo 57 da Lei das S.A, dispositivo legal que permite a possibilidade de converter os títulos de dívida em ações, de acordo com as condições assim especificadas na escritura de emissão, entre elas: as bases de conversão, espécies, classes de ações e prazos para o exercício da conversão. A legislação permite ainda que a companhia preveja outras condições para o exercício de tal direito, trazendo uma flexibilidade negocial, além de garantir o direito de preferência conferido aos acionistas de subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade.

Assim, nota-se que as debêntures conversíveis em ações geram ao seu titular um direito de participação e não tão somente o de crédito, de tal forma que não é mais compatível classificar as debentures simplesmente como um contrato de mútuo, devendo estas serem vistas como um instrumento híbrido, que ao mesmo tempo se configura como um título de crédito e em muito se aproxima da categoria de valores imobiliários (Amaral, 2014 p. 40). Por esse motivo, foi trazido pela Lei nº 182/2021 como uma das possibilidades de instrumentos para aporte de capital nas iniciativas inovadoras.

Entretanto, essa não é uma alternativa de investimento acessível a todas as *startups*, uma vez que esse formato de captação de recursos do mercado de capitais somente pode ser efetuado por Sociedade por Ações (S.A.). Apesar de existir um projeto em tramitação no Congresso Nacional, visando permitir a emissão de debêntures por sociedades limitadas, este é um procedimento que necessita de um expressivo investimento financeiro, de tempo e equipe jurídica para que seja concretizado, estando em completa dissonância com as *startups* em estágio inicial.

O Marco Legal também prevê a estruturação de Sociedade em Conta de Participação (SCP) celebrada entre o investidor e a empresa, modalidade de sociedade não personificada prevista no Código Civil, na qual se estabelece um vínculo jurídico entre o sócio oculto (investidor) e o sócio ostensivo (*startup*), sendo toda a atividade econômica exercida em nome do sócio ostensivo, pois a sociedade não detém capacidade jurídica. Desse modo, o investidor (sócio oculto) não responde diretamente perante terceiros - exceto nas relações que intervier diretamente na forma do artigo 993, parágrafo único do Código Civil.

Isso faz com que a SCP se torne uma espécie de sociedade atrativa para o investimento em *startups*, pois o seu risco se restringe ao aporte financeiro realizado para a constituição da sociedade (Peghin; Pereira, 2022, p. 73), e a sua natureza “secreta” protege o investidor de

possíveis "credores predatórios", se consolidando como uma modalidade em que se estabelece um equilíbrio entre responsabilização do investidor e a manutenção do poder de gestão dos fundadores (Peghin; Pereira, 2022, p. 74). Ademais, trata-se de uma natureza societária estratégica para fins tributários, uma vez que não há incidência de IOF sob o aporte financeiro e nem sobre o seu retorno, pois o valor investido volta sob a forma de distribuição de lucros.

É importante ressaltar que, assim como todas as modalidades de investimentos, a SCP também possui suas desvantagens e limitações capazes de gerar potenciais riscos. Ao mesmo tempo que a natureza secreta é um benefício, existe o risco de a sociedade configurar-se como uma Sociedade em Comum, regime jurídico em que a responsabilidade dos sócios é ilimitada (Peghin; Pereira, 2022, p. 75), assim, faz-se importante o investidor se munir de provas da existência da Sociedade em Conta de Participação, sem claro perder a sua natureza secreta.

Ademais, como já enfatizado, na Sociedade em Conta de Participação, a atividade econômica é exercida pelo sócio ostensivo, limitando-se o sócio participante (oculto) a interações apenas com o primeiro. De tal modo que, se o investidor da *startup* tiver a intenção de contribuir diretamente nas negociações, abrindo oportunidades em seu nome para a empresa, este sem dúvidas não é o melhor modelo, uma vez que dessa maneira o investidor atrairia para si um regime de responsabilidade solidária e ilimitada.

Outro instrumento previsto no Marco Legal é o contrato de investimento-anjo, disciplinado pela Lei Complementar nº 123/2006, sendo este um instrumento criado para regular os investimentos realizados pelos "anjos", que são pessoas naturais que disponibilizam capital próprio para empresas em estágio inicial, com montantes que variam entre R\$50mil e R\$500mil com prazo de saída entre 5 a 10 anos (SEBRAE, 2015, p. 5-7). Essa é uma modalidade de investimento que tem sido muito bem-sucedida, com diversos os exemplos que demonstram a rentabilidade e efetividade do investimento-anjo, como companhias de grande notoriedade que captaram esse tipo de investimento em suas fases iniciais, a citar o *Gympass*, *Descomplica*, *Conta Azul*, e até mesmo *bigtechs* com o Google (Startups.com.br, 2023, p.8).

No entanto, o referido contrato de investimento anjo foi um verdadeiro fracasso, sendo conhecido como o "contrato que não pegou", em razão de ter sido produzido sem o devido conhecimento acerca do funcionamento do mercado de investimento-anjo, gerando para as partes um regime jurídico desagradável, o que acabou por desincentivar a sua utilização por investidores e *startups*. Tal aspecto é pontuado pela Advogada Adrianna Hilsdorf em sua entrevista, ao afirmar que o contrato de investimento-anjo é uma demonstração de que quando o Estado intervém na liberdade contratual tende a ser um instrumento que não funciona bem,

na medida que impõe regras as partes, interferindo na sua autonomia, a citar o período delimitado e a alta carga tributária.

Por fim, é previsto também o contrato de mútuo conversível, muitíssimo utilizado na prática mercadológica nacional, consistindo em um instrumento pelo qual o investidor concede um valor financeiro à empresa, na expectativa de que venha a se converter em uma participação societária no futuro. Trata-se de um modelo em que as partes estabelecem uma dívida que poderá ser convertida ou não em participação societária (Coelho, 2018, p. 11).

Essa é uma estrutura contratual que se origina do mútuo convencional - previsto nos artigos 586 e 587 do Código Civil - definido como um empréstimo de coisas fungíveis, no qual quem recebe o empréstimo (mutuário) é obrigado a devolver ao mutante aquilo que lhe foi emprestado no mesmo gênero, qualidade e quantidade. É evidente que tal figura é incompatível com a lógica e dinâmica dos agentes envolvidos na estrutura de inovação, pois esta modalidade contratual não detém o condão de proporcionar a cooperação requerida entre *startups* e o investidor. (Moreira da Silva, 2014, p. 65-66).

Essa inadequação se origina do distanciamento de interesses entre as partes - mutuante e mutuário - enquanto o mutuário se incumba de desenvolver, com exclusividade, a atividade e assume a obrigação de devolução do valor com acréscimo, o mutuante possui o interesse tão somente na recuperação dos valores emprestados acrescidos de juros ao final do contrato. Está ausente nessa dinâmica contratual o elemento cooperativo essencial para o bom funcionamento desses projetos, os quais têm sua existência baseada no alto risco inerente à atividade, de forma que exige grande cooperação entre os envolvidos para consecução do fim comum e obtenção de vantagens mútuas, mesmo que isso signifique afastar parte do interesse individual de cada parte (Moreira da Silva, 2014, p. 65-66).

Diante disso, em uma tentativa de harmonizar as operações de captação de investimentos em *startups* e as estruturas contratuais disponíveis no ordenamento brasileiro, criou-se uma figura híbrida, que é o chamado mútuo conversível em participação societária. Instrumento que herda do mútuo comum o surgimento de uma relação baseada em uma dívida, trazendo como inovação a possibilidade de conversão desses direitos de crédito em participação societária (Rorato Filho, 2019, p. 34), tendo como cerne a lógica de que, decorrido o prazo certo estabelecido ou um dos eventos determinados, abre-se a possibilidade de a dívida ser convertida (Feigelson, Nybø, Fonseca, 2019, p 130).

Nesse tipo de operação, a assinatura do mútuo é precedida por uma pré-avaliação da *startup*, pois o montante investido corresponde a um percentual pré-fixado do capital social da empresa, o qual o investidor terá direito caso opte pela conversão. Assim sendo, é necessário

realizar o cálculo de *valuation*, para se estabelecer a precificação da empresa, bem como fixar o valor total do mútuo, o número de parcelas, requisitos de liberação das verbas, entre outros, também podendo prever hipóteses de vencimento antecipado da dívida.

Na prática contratual, alguns advogados constroem contratos que preveem a conversão obrigatória como regra, excluindo do investidor a possibilidade de escolha, permitindo apenas a restituição da dívida em casos de fraude, má-fé ou desvios praticados pelos fundadores. Entende-se que diante desse cenário o que se observa é uma simulação jurídica associada a descaracterização do instituto, pois, uma vez que se retira do investidor a possibilidade de optar pela conversão, não se está mais diante de um contrato de mútuo conversível.

3.2 LIMITAÇÕES DO MÚTUAO CONVERSÍVEL PARA INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* EM ESTÁGIO INICIAL

Por esse e outros motivos, o mútuo conversível tem sido interpretado como uma "gambiarra jurídica" para formalizar investimentos em *startups*, como se referem André Fróes e Saulo Michiles (2022, p. 5) a este instrumento contratual. Seguindo esse entendimento, com autorização legislativa concedida pelo inciso VII do mencionado artigo 5º da Lei Complementar nº 182, foi decretada a "morte" do mútuo conversível, ressaltando a importância de todos os atores do ecossistema - advogados, empreendedores e investidores - estabelecerem um novo padrão de contrato de investimento, otimizado e de acordo com as particularidades do universo de inovação. (Fróes, Michiles, 2022, p. 5).

Este entendimento é refletido na entrevista do Advogado Gustavo Sudbrack, que afirma que hoje o Marco Legal prevê o mútuo conversível, mas também disciplina que outros contratos então liberados, deixando um caminho aberto para o mercado avançar na criação de um contrato de investimento, não essencialmente de mútuo. Existe assim um convite para os advogados refletirem e questionarem a respeito da hegemonia do mútuo conversível, que muitas vezes é utilizado tão somente por ser o padrão do mercado e não por ser o mais adequado, realidade é evidenciada na entrevista da Advogada Fernanda Andreazza, ao relatar que a escolha pelo uso do mútuo conversível em detrimento de outro contrato se deu pela popularidade desse instrumento e familiaridade entre os investidores.

Essa realidade deve ser questionada, pois esse é um instrumento que tem se mostrado problemático e mal aplicado no contexto brasileiro, em razão da sua complexidade e variedade de previsões contratuais, fazendo com que os *deals* em torno desse tipo de documento consumam um tempo excessivo e desgastem as partes, de forma a tecer a negociação com

pautas que muitas vezes não são estratégicas para aquele negócio. Desse modo, persiste no Brasil uma prática contratual marcada por documentos extensos e altamente variados, o que também se deve à escassez de advogados verdadeiramente qualificados, que compreendam a dinâmica do ecossistema de *startups*.

Esse distanciamento dos juristas do ambiente de inovação, contribui para uma prática contratual lesiva aos negócios, muito mais focada em escrever linhas de contrato e pouco preocupada com saídas estratégicas para alavancar as empresas, o que é o oposto do defendido por especialistas, que afirmam que o uso de elementos jurídicos complexos que visam restringir o empreendedor e trazer "amarras" é sempre prejudicial aos negócios de estágio inicial (Ahrends, Bronstein, 2020). Essa análise é reforçada pela entrevista da Advogada Marcella Costa, na qual menciona que o investidor tem que ficar atento para não engessar a operação da *startup* com muitas exigências, pois está no seu DNA a flexibilidade e a agilidade.

Termos mais amigáveis ao empreendedor são defendidos não somente pelas *startups*, os próprios investidores já reconhecem a importância de construir contratos mais simples e com previsões mais benéficas à empresa. Bruno Yoshimura, *general partner* da ONEVC, afirma que os fundos reconhecem a relevância de termos mais simples, pois influenciam diretamente na probabilidade do fechamento do negócio em rodadas muito competitivas e na imagem que o fundo tem no mercado (Yoshimura, 2020).

Ser um investidor extremamente exigente, pode até trazer algum nível de benefício para aquele contrato, mas será prejudicial ao seu posicionamento no ecossistema, inviabilizando futuros negócios e isolando o investidor no mercado, de forma que, segundo pontuou a Advogada Rafaela Zandavalli em sua entrevista, quando a negociação envolve investidores que verdadeiramente "entendem do jogo", eles possuem a consciência de que não adianta "espremer a *startup*", pois isso não trará resultados. A adoção de uma abordagem mais colaborativa é essencial para se conectar com os empreendedores, permitindo maior penetrabilidade do mercado e imagem consolidada como um parceiro estratégico e confiável, gerando um crescimento conjunto.

Em consonância a este cenário, novos contratos com o *SAFE (Simple Agreement for Future Equity)* trazem uma maior padronização dos documentos, com a incorporação de regras fundamentais, permitindo que as negociações sejam mais focadas em alinhamentos estratégicos, sem que se afaste da segurança jurídica desejada. Nesse sentido, é defendida a criação de uma espécie de "Mútuo-*SAFE* Brasileiro", que consistiria em um contrato simplificado, com pouquíssimas páginas, capaz de agilizar negociações, diminuir custos e gerar mais prosperidade aos negócios (Ahrends, 2020).

Além das questões citadas, existem outros aspectos relevantes que desqualificam o mútuo como instrumento ideal para formalização de investimentos, a citar impactos tributários negativos, desequilíbrio contratual, custos elevados, entre outros. A partir deste entendimento, no presente tópico serão apresentadas mais considerações a respeito da utilização do mútuo conversível como principal vetor de investimento no Brasil, apontando outras lacunas e desvantagens, que fazem com que este não seja a opção mais adequada à realidade das *startups* em estágio inicial.

3.2.1 A essência do mútuo conversível como contrato de dívida e a alocação desproporcional de riscos

Diante dos motivos apresentados é essencial que o Mútuo Conversível seja analisado criticamente, de forma a verificar a adequação desse instrumento às condições e interesses das *startups* em estágio inicial, avaliando se de fato ele cumpre com o papel de promover uma relação transparente e cooperativa entre investidor e empreendedor. No presente tópico será explorada a dinâmica e a essência do mútuo conversível para avaliar a sua compatibilidade com as características próprias do investimento em *startups*, bem como avaliar os riscos que a empresa se sujeita ao vincular-se a um contrato como esse.

Tal avaliação é de suma importância, pois o contrato de mútuo conversível tem sido questionado devido ao distanciamento de interesses por ele criado e a sua alocação desproporcional de riscos. Esses fatores podem prejudicar a *startup*, em razão de uma assimetria de poder já existente na realidade fática que é acentuada pelos termos previstos neste instrumento contratual, de forma a fragilizar a parte mais vulnerável da relação, que é a iniciativa inovadora.

A partir da constatação dessa assimetria, será investigado como ela influencia nos contratos de mútuo conversível, acarretando prejuízos ao desenvolvimento e crescimento das empresas, por meio de uma abordagem que demonstre a incongruência entre o mútuo conversível e a postura colaborativa necessária para a prosperidade do ecossistema de inovação. Ademais, será levantada a vulnerabilidade das *startups* na relação de investimento e a necessidade da produção de instrumentos contratuais mais equilibrados.

3.2.1.1 Incompatibilidade existente entre o contrato de mútuo e a relação de investimento em *startups* de estágio inicial

Como apresentado no início deste capítulo, o mútuo conversível é uma figura híbrida, que foi modificado para ser utilizado como um veículo de investimento, entretanto, é inegável que a sua estruturação se faz em torno de uma operação de empréstimo. Sendo assim, é fundamental que se reconheça a essência dessa modalidade contratual como um instrumento de dívida, para que se compreenda com maior clareza o tipo de vínculo estabelecido entre investidor e empreendedor, bem como os conflitos de interesses dele proveniente.

Tal entendimento é evidente na medida em que o investidor disponibiliza o valor à *startup*, vinculando-a a uma dívida, com a opção de convertê-la em participação societária, ou seja, o mútuo conversível apenas inaugurou uma nova forma de pagamento da dívida. Importante destacar que o mútuo inaugura uma nova forma de quitação, mas não exclui a anterior, podendo ainda o *venture capitalist* requerer a devolução do valor.

Diante da apresentação dessa modalidade contratual é evidente que ela se distancia da dinâmica de investimento em iniciativas inovadoras, que exigem cooperatividade, colaboração e compartilhamento de riscos e resultados. Isso porque, ao contrário do empréstimo, que se caracteriza como um contrato bilateral, as operações de *venture capital* constituem relações plurilaterais.

Embora o Marco Legal acertadamente definir que a relação do investidor com a empresa investida não é de sócio, a Teoria dos Contratos Plurilaterais desenvolvida por Túllio Ascarelli é útil para explicar a dinâmica desses agentes no mercado de *venture capital*. Isso porque, os contratos plurilaterais se caracterizam por serem contratos de comunhão de fim, isto é, a reunião de pessoas se dá em torno de interesses comuns, a partir dos quais as partes adquirem direitos e obrigações para que aqueles sejam alcançados (Ascarelli, 1945, p. 9).

Isso descreve perfeitamente a confluência de interesses necessária para uma operação de investimento, na qual, ainda que as partes também possam ter interesses individuais divergentes, estas cooperam para a obtenção do fim comum, pois entendem que os benefícios são superiores aos riscos. Este interesse coletivo tem como base justamente o alto risco do projeto, o que exige uma atitude colaborativa de compartilhamento de atividades e riscos entre as partes para que o objetivo comum seja alcançado e as vantagens mútuas compartilhadas, mesmo que para tal fim seja necessário sacrificar parte dos seus interesses individuais (Moreira da Silva, 2014, p. 29).

É cristalino que uma operação de *venture capital* se aproxima das definições estabelecidas por Ascarelli, na medida em que apresentam entre suas características a definição de direitos e obrigações não sinalagmáticos, como o compartilhamento de riscos, partilha de resultados e o estabelecimento de formas de controle e tomada de decisão.

Um ponto cerne dessa dinâmica, que é o compartilhamento de riscos, está ausente no vínculo estabelecido no mútuo conversível, pois, se o investidor detém o direito de decidir unilateralmente pelo requerimento da devolução do valor entregue à *startup*, ele somente compartilha os potenciais resultados, mas não os riscos. Dessa forma, se aproxima muito mais de uma relação tradicional de mútuo bancário do que de uma relação de investimento de *venture capital*, a qual se caracteriza pelos elementos acima listados.

A respeito desse não compartilhamento de riscos, percebe-se que o Brasil possui uma perspectiva diferente para lidar com investimentos em iniciativas inovadoras, isso porque em ecossistemas mais maduros - como os Estados Unidos - já é consolidada a premissa de que o investimento em inovação é um investimento de risco, pelo qual o investidor está disposto a correr para obter o potencial resultado. Entende-se que no investimento em *startups*, risco e resultado caminham juntos, pois a mesma disrupção capaz de proporcionar ganhos financeiros exponenciais, é a geradora do risco inerente à exploração desse tipo de atividade econômica, sendo dois lados de uma mesma moeda.

A partir desse entendimento, constata-se que a proteção ao investidor conferida pelo mútuo conversível é excessiva e desmedida, não estando tradicionalmente presente em outras estruturas contratuais, inclusive dentre as previstas no Marco Legal. A exemplo, a Sociedade em Conta de Participação, que permite ao sócio participante blindar o seu patrimônio pessoal, mas que tem o valor por ele destinado para a exploração daquela determinada atividade econômica totalmente sujeito a perda em virtude do insucesso do projeto.

Mesmo com a possibilidade de perda, esse não deixa de ser um bom negócio para o investidor, na medida em que qualquer um que explore atividade econômica de risco encontra-se ciente e em concordância com a possibilidade de perda do valor investido, só não se aceita a perda além disso. Justamente por esse fator que o Marco Legal estabeleceu que investidor não é sócio e por isso não poderá ter o seu patrimônio pessoal atingido por qualquer eventual problema enfrentado pela organização.

Ademais, destaca-se que existem outras maneiras suficientemente protetivas para o investidor dirimir os próprios riscos - que serão melhor apresentadas na sequência - como diversificação da carteira e previsões de cláusulas antifraude, sendo essas estratégias muito mais congruentes com a necessária parceria para a construção de uma relação de investimento

em *venture capital*. Assim, se terá uma alocação mais proporcional de riscos e condizente com as relações de poder ali existentes, evitando um desequilíbrio contratual.

Por conseguinte, é preciso que sejam mais bem exploradas outras figuras contratuais que valorizem o engajamento e o comprometimento mútuo, para promover uma alocação equilibrada de riscos adequada com a promoção da sustentabilidade das *startups* e do desenvolvimento de todo o ecossistema de inovação. É fundamental, portanto, o reconhecimento da discrepância de forças existente em um contrato de investimentos, bem como da vulnerabilidade da *startup*, para que se constate como essa assimetria influencia negativamente as iniciativas inovadoras.

3.2.1.2 Hipossuficiência das *startups* nos contratos de investimento

Ao discutir a incompatibilidade do mútuo conversível com a dinâmica das *startups* em estágio inicial, é preciso lançar o olhar também para a hipossuficiência das empresas nessa relação, levantando a pauta da construção de relações contratuais "pró-*startup*". Tal reflexão se faz pertinente, pois o contrato de investimento é um contrato empresarial e, portanto, presumivelmente simétrico pela premissa liberal de existência de uma igualdade formal entre os contratantes.

A teoria contratual clássica acolhe essa falsa ideia de que os contratantes escolhem com total liberdade o que querem contratar, quando querem, com quem querem e em que termos. Nesse sentido, é importante ressaltar que quando a estrutura jurídica ignora as assimetrias existentes, não está adotando uma postura neutra, mas sim assumindo uma postura que favorece as alocações de poder existentes e partindo da premissa que o contratante mais forte tem o direito oprimir o contratante mais fraco, resultando em um pacto que está longe de ser equilibrado (Frazão, 2023).

Por esse motivo, é preciso que o direito contratual esteja receptivo para incorporar as diferentes compreensões do impacto da dinâmica de poder, assim como o direito societário já tem feito, com o reconhecimento paradigmático da existência do poder de controle. Tendo isso em vista, a Professora Dra. Ana Frazão (2023) defende a ideia de questionarmos a questão da simetria contratual para identificar as desproporções que se projetam na negociação dos contratos e que promovem desequilíbrios evidentes.

Tal entendimento é seguido por outros juristas, como Carlos Alberto Gabbi (2020), que compreende que a ideia de existência de paridade em um grupo tão diversos como o de contratos civis e empresariais não é mais adequada, apresentando a exemplo a evidente

disparidade existente em um contrato de patrocínio entre um jogador de futebol e uma megaempresa de artigos esportivos. Da mesma forma, essa análise pode ser transportada para os contratos de investimentos entre *startups* e investidores profissionais ou fundos, contratos em que é nítido que as *startups* em estágio inicial figuram como as mais vulneráveis, não havendo que se falar em paridade, uma vez que não estão presentes os elementos de simetria informacional e a plena livre concorrência.

Em relação a assimetria informacional, os chamados *venture capitalists* se revestem de uma maior proteção técnica e informacional, na medida em que sempre atuam sob o respaldo de uma robusta equipe jurídica, conferindo-lhes maior conhecimento para condução da negociação. Em relação a plena livre concorrência, embora teoricamente seja possível a *startup* recusar a oferta por não concordar com os termos estabelecidos pelo investidor e buscar outros, em um cenário de vulnerabilidade, é extremamente difícil essa recusa, uma vez que a empresa necessita desse capital - não disponível facilmente - para o seu desenvolvimento.

Nesse sentido, a Advogada Fernanda Cabral afirma que o investidor tende ser a parte com mais poder nesse tipo de negociação, pois é o lado que está com dinheiro, além de estar bem assessorado por uma advocacia mais especializada, de maneira que acredita que a premissa de ausência de pressuposto de paridade nos contratos empresariais entre *startups* e investidores se confirma. Entendimento também compartilhado pela Advogada Luiza Berinson, que afirma existir uma assimetria, pois, mesmo diante de uma cláusula que estabelece possibilidade de devolução do valor a livre arbítrio do investidor, a *startup* termina por aceitar o contrato, ainda que reconheça os seus riscos, pois se encontra diante de uma necessidade de angariar fundos para manter seu negócio em funcionamento, ou melhor, o seu sonho.

Com a latente ausência de simetria, fica evidente que o investidor é parte preponderante na negociação de investimento, pois, ao ocupar posição mais confortável, obtém maior poder de barganha e poder para impor termos que lhe favoreçam e até mesmo que tragam riscos à contraparte. Desvela-se assim, a necessidade de o direito estar atento a essa realidade cada vez mais distante dos pressupostos da teoria liberal clássica, pois na realidade o que se evidencia é a posição dominante como regra em muitos mercados (Frazão, 2023).

Em complemento a isso, defende-se que mesmo no ambiente dos contratos privados é preciso estabelecer uma preocupação com o equilíbrio, não na busca de um equilíbrio perfeito, pois esse seria inalcançável, mas sim de ao menos dirimir os desequilíbrios evidentes, sobretudo quando estes resultam de uma negociação assimétrica, em que o mais forte impõe a sua vontade (Frazão, 2023). Isso porque o princípio do equilíbrio dos contratos deve ser compreendido em seu modo mais amplo, pois este não abarca somente a proteção dos

conceituados como sendo os vulneráveis - trabalhadores e consumidores - mas sim todos os contratantes, ou seja, a busca por equilíbrio não deve ser subordinada apenas a esta ou aquela espécie contratual (Brito, 2007, p. 21).

É importante que seja cristalino que a descaracterização da paridade entre *startup* e investidor não objetiva de forma alguma questionar o *pacta sum servanda* ou incentivar uma intervenção judicial nestes tipos de contrato. Como já estabelecido pelo Marco Legal das Startups, a liberdade contratual é pressuposto para o crescimento econômico e a inovação, sendo indispensável para o pleno desenvolvimento do ecossistema de *startups* no Brasil.

Posto isso, apresenta-se que o objetivo da descaracterização da paridade entre os contratantes é a defesa em prol de estruturas contratuais mais benéficas ao ecossistema de *startups*, que não incubam as empresas de riscos com os quais elas são incapazes de assumir. O mútuo conversível ao estabelecer que o investidor tem o direito de executar a dívida, fazendo com que a *startup* seja responsável por devolver o valor investido, acrescido de juros e correção monetária, cria uma alocação completamente desproporcional de riscos, pois os coloca sobre a parte mais vulnerável da relação.

Há assim um nítido desequilíbrio contratual, que se caracteriza quando qualquer contratante sofre sacrifício econômico desproporcional em decorrência do cumprimento das obrigações estabelecidas em contrato (Schieber, 2018, p. 56). E esse desproporcional sacrifício econômico é claramente identificado com a possibilidade de devolução da dívida, que pode alcançar até mesmo a pessoa natural dos sócios, podendo representar uma decretação do término da *startup*, a partir do momento que teria a sua operação completamente inviabilizada pela necessidade de devolução de alto valor.

Nesse sentido, o que se busca evidenciar no presente tópico é como essa desproporcionalidade é contrária à própria dinâmica do mercado de capital de risco, em que o *venture capitalist* tem a consciência de que as suas operações estão sujeitas ao insucesso. Esta noção é amplamente compreendida em ecossistemas de inovação mais desenvolvidos, ao ponto de investidores profissionais e fundos de investimentos utilizarem a estratégia de carteiras diversificadas.

A estratégia de carteiras diversificadas consiste em reservar parte do dinheiro disponível para investir em uma determinada quantidade de *startups* em estágio inicial (apostas) e o restante do valor será posteriormente direcionado para aquelas que prosperarem, fazendo com que o investidor mantenha um nível satisfatório de operações bem-sucedidas e que as de sucesso venham a compensar as que falharam. Com isso, entende-se que enquanto

de um lado, para o investidor profissional essa seja só mais uma *startup* em seu portfólio, para a *startup* e seus fundadores muitas vezes é o trabalho de uma vida que está em risco.

Sendo assim, é evidente que o investidor é a parte mais adequada para suportar os possíveis riscos do valor aportado, pois somado a esta estratégia de diversificação de carteiras, outras podem ser adicionadas de forma a contemplar de maneira suficientemente protetiva resguardos ao investidor. A exemplo, as cláusulas que permitam vencimento antecipado com devolução do valor investido em caso de constatação de desvio de finalidade do uso do dinheiro, de ocorrência de fraude, de concessão de informações falsas, entre outras hipóteses em que se verifique a ausência de boa-fé por parte do empreendedor.

Dessa forma, não há por que se manter a utilização do mútuo conversível, sob a alegação de necessidade de proteção do investidor, esquecendo que por outro lado pode trazer um grande risco à *startup*. Esse risco, porém, é alegado por alguns como inexistente, sob o argumento de que nenhum investidor iria pedir o dinheiro de volta, o que é um completo engano, já que "um convertible notes em mãos erradas pode ser um problema" (Potenza, 2020), e investidores *outsiders* travestidos de "anjos" podem sim querer executar a dívida e existem experiências práticas que demonstram o risco desse tipo de ocorrência.

Esse risco existe tanto para as *startups* malsucedidas, quanto para as em progresso, isso porque, certos investidores fora da cultura de *startups*, ao observarem que a empresa está obtendo um mínimo de retorno financeiro, passam a querer a qualquer custo obter o seu próprio retorno o mais rápido possível e assim cobram o vencimento do contrato de mútuo, exigindo o pagamento do empréstimo (Euzébio; Lopes, 2022). O que demonstra que, como evidenciado no tópico anterior, esse é um mecanismo contrário a uma dinâmica de cooperatividade e crescimento conjunto, características que o investimento em inovação exige.

Portanto, a utilização do mútuo conversível como vetor de investimentos é, sem dúvidas, um risco para a *startup* e prejudicial para todo o ecossistema, inclusive, para o próprio investidor, que poderá ser malvisto e aos poucos ser isolado, não vindo a conseguir efetuar *bons deals*. Isso é mais evidente em rodadas mais avançadas, a partir das *series A*, nas quais a concorrência acaba por ser um freio natural de eventuais abusos por parte dos investidores.

Nesse momento, a partir das *Series A*, a *startup* já se encontra mais bem desenvolvida, prosperando e obtendo resultados positivos, o que faz o que o mercado lance holofotes sobre ela, com muitos investidores e fundos desejando entrar em seu negócio, tornando a rodada mais competitiva. Em cenários como este, ser mais *friendly* com a *startup*, com termos mais flexíveis, é um dos pontos considerados pelo fundador para escolher com quem fazer negócio, sendo assim, utilizar instrumentos como o *SAFE* ajuda a conquistar o *deal* (Yoshimura, 2020).

É importante mencionar que não se busca deixar o investidor sem qualquer tipo de respaldo na relação de investimento, mas sim demonstrar que existem outras possibilidades a serem exploradas. Cláusulas contratuais equilibradas associadas a estratégias eficientes de governança são capazes de contemplar os interesses do investidor, em harmonia com o pleno desenvolvimento da *startup*, algo desejado por ambas as partes.

Posto isso, é evidente que o mútuo conversível não é o instrumento mais adequado para formalizar a relação de investimento, uma vez que não é aderente às boas-práticas do mercado estrangeiro, fazendo com que o ecossistema de inovação brasileiro esteja em descompasso com os avanços já estabelecidos internacionalmente. Portanto, é preciso que a comunidade jurídica busque conscientizar empreendedores e investidores das desvantagens de sua utilização e lhes apresentem melhores soluções jurídicas capazes de conferir segurança jurídica e promover o melhor desenvolvimento da *startup*, alternativos a este instrumento de dívida.

3.2.2 Juros e data de vencimento pré-estabelecida

Devido a essa natureza de dívida, o mútuo conversível está associado ao estabelecimento de juros e a uma data de vencimento, elementos capazes de trazer desvantagens para as *startups*. Estando sujeito a correções financeiras, num cenário em que o investidor porventura solicite a devolução do valor (o que já é situação bastante prejudicial à empresa), o prejuízo será ainda maior, devido ao acréscimo de juros e correções monetárias.

Já no tocante ao estabelecimento de uma data pré-fixada para o vencimento da dívida, pode trazer consequências negativas nos mais diversos cenários:

Cenário I

A dívida venceu, a *startup* não atingiu resultados expressivos e o investidor deseja converter a participação societária e essa conversão - como de costume - está associada à transformação em Sociedade Anônima, o que acarreta necessariamente na exclusão da empresa do Simples Nacional, mas a *startup* não se encontra madura o suficiente para realizar essa transição, podendo impactar significativamente a sua sustentabilidade.

Cenário II

A dívida venceu, a *startup* não atingiu resultados expressivos e o investidor não deseja realizar a conversão, requerendo a devolução do valor, mas a *startup* não possui recursos

suficientes para realizar o pagamento naquele momento, gerando uma dívida que pode atingir até mesmo a pessoa física do sócio.

Cenário III

A dívida venceu, a *startup* obteve resultados expressivos e o investidor não deseja realizar a conversão como uma forma de recuperar seu investimento em curto prazo, prejudicando o fluxo de caixa e investimentos estratégicos da empresa.

É importante destacar que, assim como em outros contratos, é possível as partes pactuarem pela sua continuidade, sendo assim, na data do vencimento, há a possibilidade de estender o prazo do contrato e conseqüentemente do vencimento da dívida, mas pela necessidade de um acordo bilateral, o empreendedor estará sujeito ao exercício de vontade do investidor.

Cumprе mencionar que essas características negativas do mútuo conversível já foram notadas há muito tempo pelo ecossistema de *startup* estadunidense:

Embora a nota conversível tenha desempenhado papel importante no mercado de financiamento nos anos posteriores a 2005, ela continha diversas características indesejáveis do ponto de vista da empresa. Primeiro, as notas acumulavam juros enquanto estavam em circulação (...) o que foi visto como uma dívida desnecessária aos investidores e uma complexidade no momento da conversão. Em segundo lugar, o facto de as notas terem uma data de vencimento na qual os investidores podiam pedir à empresa o reembolso preocupou muitos fundadores (Coyle; Green, 2018, p. 4).

Sendo o ecossistema de *startups* estadunidense um ambiente de inovação mais bem desenvolvido e que tanto inspira o Brasil, essa experiência há de ser levada em consideração na escolha dos instrumentos no país.

3.2.3 Tributação desvantajosa

O aspecto tributário é uma grande questão de enorme relevância nos negócios, pois a carga fiscal pode gerar impactos significativos na viabilidade, rentabilidade e até mesmo a sobrevivência das empresas, demandando uma análise criteriosa para se obter, dentro dos parâmetros legais, a maior desoneração tributária possível. Assim sendo, a incidência dos tributos costuma ser ponto central que guia a decisão dos empresários nos arranjos contratuais, societários e demais aspectos jurídicos de um empreendimento.

As questões tributárias são tão determinantes ao ponto de impactar na adoção ou não de determinado tipo contratual, como ocorreu com o já mencionado Contrato de Investimento-Anjo. Na visão da Advogada Marcella Costa, o insucesso desse instrumento se deu muito por conta de uma instrução emitida pela Receita Federal, que foi divulgada na sequência da criação do contrato, a qual estabeleceu um regime tributário duro e desvantajoso para os investidores, evidenciando como a tributação pode guiar a escolha dos contratos empresariais.

Tal visão é reforçada nas entrevistas realizadas, onde os Advogados Ruy Andrade e Fernanda Cabral mencionam que a escolha por não se utilizar o mútuo conversível como instrumento para a operação de investimento deriva principalmente de uma razão tributária. No mesmo sentido, a Advogada Rafaela Zandavalli menciona que utiliza instrumentos atípicos para formalizar a captação de investimentos dos seus clientes, pois estes outros documentos são tributariamente mais vantajosos quando comparados ao mútuo conversível.

Assim, diante da relevância da questão tributária e da necessidade de se construir uma análise mais completa a respeito da adequação do mútuo conversível como instrumento para investimento em *startups*, é indispensável tratar a respeito de quais tributos incidem nesse tipo de operação. Por esse motivo, neste tópico será abordada a carga fiscal que envolve essa modalidade de investimento, identificando os ônus, bem como as estratégias comumente utilizadas para minimizar a incidência de tributos.

O mútuo conversível é um instrumento híbrido, na medida em que combina atributos de crédito e de investimento em ações, portanto, a sua tributação é estabelecida em duas fases, a do empréstimo e a da conversão. Posto isso, há uma variedade de tributos que podem incidir de acordo com cada caso, dentre eles: IRPF, IRPJ, PIS e COFINS, CLL e IOF, sendo possível ainda hipóteses mais remotas de incidência do ITCMD.

No tocante à tributação dos rendimentos, podem estar presentes o IRPF, IRPJ, PIS e COFINS, incidindo sobre o ganho de capital, conhecido como ágio, que é o valor pago a mais na aquisição de quotas ou ações em relação ao valor contábil do patrimônio líquido da sociedade, devido a uma expectativa de valorização futura. O entendimento do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) é de que essa diferença positiva entre o valor nominal das quotas e o valor aportado na sociedade é um aumento de receita, sobre o qual incidem os referidos tributos.

No entanto, o CARF afasta essa incidência para as sociedades anônimas em seu artigo 38 do Decreto Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977:

Art 38 - Não serão computadas na determinação do lucro real as importâncias, creditadas a reservas de capital, que o contribuinte com a forma de companhia receber dos subscritores de valores mobiliários de sua emissão a título de:

I - ágio na emissão de ações por preço superior ao valor nominal, ou a parte do preço de emissão de ações sem valor nominal destinadas à formação de reservas de capital;

Com isso, estabelece-se que estão dispensadas de pagamento sobre ágio as sociedades anônimas que o destinarem para reserva de capital. A reserva de capital é conceituada na instrução 59/86 da CVM como sendo:

Acréscimos efetivos aos ativos da companhia que não foram originados dos lucros auferidos em suas operações, por não representarem efeitos de seus próprios esforços, mas assim de contribuições de acionistas ou de terceiros para o patrimônio líquido da companhia com o fim de propiciar recursos para o capital.

Entretanto, com base em precedentes do CARF, observa-se que a decisão de afastar a incidência de tais tributos nas referidas companhias não foi acompanhado do mesmo entendimento para as sociedades limitadas, sendo assim, as empresas constituídas sob a forma de LTDA. estão sujeitas a essa carga tributária significativa. Por conta disso, é uma prática recorrente do mercado inserir no contrato de mútuo conversível uma cláusula de transformação da *startup* em S.A. no momento da conversão, de forma a afastar essa incidência. Essa estratégia é considerada por especialistas como indispensável para uma operação de mútuo bem-sucedida.

É importante ressaltar que essa estratégia, apesar de ser efetiva para a não incidência do IR, CSLL e PIS/COFINS, atrai outros tipos de encargos. Isso porque, com a transformação em Sociedade Anônima, a *startup* é obrigada a sair do regime do Simples Nacional, o que representa um significativo aumento na carga tributária da empresa. Dessa forma, faz-se necessário um planejamento para que a empresa esteja efetivamente preparada para migrar para esse novo regime tributário, que além de um maior volume e complexidade de encargos, também demanda uma maior estruturação contábil para lidar com as obrigações inerentes a este regime.

E esse é mais um motivo que revela o mútuo como instrumento inadequado, na medida em que nele é estabelecido um prazo específico para o vencimento da dívida - não possuindo uma maior flexibilidade de extensão do prazo. Esse prazo de vencimento do mútuo normalmente é longo, costumando ser de dois a cinco anos, prazo em que se espera que a *startup* tenha já alcançado um nível de maturidade e porte necessário para a sua saída do Simples Nacional, entretanto, é sabido que esta não é a realidade da maioria delas.

No tocante à entrega dos recursos, há a incidência do IOF (Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, Títulos ou Valores Mobiliários), que é um tributo que recai sobre operações de crédito entre pessoas jurídicas ou entre uma pessoa física e outra jurídica, (sendo

o mutuante a pessoa jurídica), ou seja, ao menos que o investidor seja uma pessoa física, não há como se eximir da cobrança desse imposto (Euzébio; Lopes, 2022). Esse é o caso do investimento-anjo, em que o investidor é pessoa física. No entanto, é comum que esses “anjos” se unam e injetem o dinheiro por meio de uma pessoa jurídica criada para essa finalidade ou através de fundos, e sendo assim, haverá a incidência do IOF.

Apesar do IOF possui alíquotas baixas, em contratos de alto valor como são os de investimentos em *startups* haverá uma carga tributária considerável a ser arcada pela empresa, e por esse motivo é que muitas operações de investimentos utilizam instrumentos como o *SAFE* ou outros contratos atípicos de forma a não atrair o regime jurídico do mútuo conversível e afastar a tributação do IOF.

É necessário mencionar que, apesar de muito comum, essa operação deve ser vista também com ressalvas, pois ainda não se possui uma passagem de tempo considerável para verificar como essas operações serão entendidas pelo fisco. No entanto, conforme mencionado pelo Advogado Ruy Andrade em sua entrevista, ainda que essa questão tributária não esteja bem resolvida, o instrumento atípico oferece uma boa tese de defesa e existem trabalhos que têm defendido essa não aplicação, de forma que existe uma tese honesta e razoável de que não cabe IOF neste tipo de transação.

3.2.4 Imprecisão e prejuízos de um cálculo precoce de valuation

Um outro fator negativo associado ao mútuo conversível é a necessidade de se estabelecer desde logo um valor de *valuation*, o que é um imenso desafio para uma *startup* em estágio inicial. Isso porque, o *valuation* nada mais é do que se estabelecer o valor econômico a ser atribuído a determinada empresa, e sendo essa empresa uma *startup*, o seu cálculo se torna muito mais difícil e impreciso, sobretudo quando ainda se encontra em fase de ideação, validação ou operação.

Essa dificuldade é resultado da ausência de um histórico robusto de desempenho, associado à volatilidade inerente desses modelos de negócio, de forma que não é possível estabelecer o valor de uma iniciativa inovadora apenas pelos seus dados financeiros ou dos poucos clientes que existem. Assim, diante de histórias limitadas, métricas operacionais praticamente inexistentes, grande risco de falha e patrimônio dependente de terceiros, torna-se especialmente difícil avaliar empresas jovens (Damodaran, 2009, p. 7).

Por tudo isso, os modelos de avaliação de *startup* devem ser considerados meras aproximações, devido a existência de uma infinidade de fatores quantitativos e qualitativos que

impactam na definição do valor do negócio, o que faz dessa uma ciência nada exata (BOSSA INVEST). Diante dessa complexidade, é comum que se busquem alternativas, "Soluções que pareçam, pelo menos na superfície, oferecer uma saída, mas muitas dessas soluções, no entanto, são a fonte dos erros de avaliação, pois são arbitrárias ou baseadas em dados de amostras duvidosas" (Damodaran, 2009, p. 13).

O Professor Damodaran defende que "Venture Capital: It is a pricing, not a value game!" (2017, p. 1), isto é, entende que os fundos de investimento não valoram as empresas, eles precificam, ou seja, estabelecem o valor conduzidos pelo que se tem pagado por outros negócios similares, levando em consideração o humor do mercado e a liquidez de capital.

Devido a estes fatores, o que se observou em todo o ecossistema de *startup* brasileiro foi um verdadeiro "superfaturamento" de *valuations*, em que empresas ainda nas fases de ideação e validação captaram milhões de reais, fazendo contínuas rodadas com *valuations* cada vez mais altos, sem necessariamente observar o seu crescimento real. Tal fenômeno foi resultado da combinação da fragilidade no cálculo de *valuation* de empresas nascentes e o volume de capital infinitamente maior ao número de *startups* disponíveis, o que fez com que houvesse uma inflação no valor dos aportes e diminuição do tempo entre uma rodada e outra (Toginini, 2021).

Mas é claro que esse cenário era insustentável, a era dos *super valuations* acabou, o sentido do mercado agora é de reajuste, cautela e maior precisão no momento de se estabelecer os valores das rodadas, o que prejudicou principalmente *startups* que surfaram nessa onda e agora estão em *down rounds*. Nesse novo momento do mercado, os investidores se encontram muito mais preocupados com as métricas e não compram mais *valuations* arbitrados sem fundamento, nesse sentido Guilherme Lima, CEO da Astella, afirma "Na bolha vem o capital especulativo, daí uma hora não se sustenta mais, e o capital se torna produtivo" (2023).

Com essa nova premissa do mercado de venture capital, é necessário que as *startups* em estágio inicial encontrem alternativas à falta de métricas para que continuem a atrair a confiança dos investidores. Dessa forma, modelos alternativos ao mútuo conversível propõem o adiamento do cálculo do *valuation*, transportando-o para uma fase em que a empresa esteja mais madura e que assim a sua avaliação seja mais precisa.

O estabelecimento dessa nova lógica surgiu justamente para atender aos interesses e às necessidades das *startups* em estágio inicial, poupando tempo, recursos e atingindo um resultado muito mais satisfatório. Nesse novo formato, muito popular nos Estados Unidos, a

startup, ao receber os seus primeiros aportes, não estabelece um *valuation*, mas sim condiciona o estabelecimento deste a uma rodada futura.

Dessa maneira, o mercado tem aderido ao estabelecimento das chamadas “rodadas não precificadas”, em que não se estabelece, em primeiro momento, um *valuation*. Com isso, a *startup* e o investidor conseguem ter uma negociação menos burocrática e eficiente, a citar também a vantagem da redução de custos de equipe jurídica e contábil, pois, com uma *due diligence* mais robusta, o cálculo de *valuation* e a discussão de cláusulas mais complexas passam para um momento futuro.

Esse modelo se faz muito mais aderente à lógica da captação de investimento nas iniciativas inovadoras, uma vez que, nesse mercado, muitas vezes, primeiro as empresas determinam quanto precisam captar, em seguida, o quanto de participação estão dispostas a abrir mão para receber esse dinheiro e, por fim, em um jogo de números, se estabelece o *valuation* proporcional. Sendo assim, na prática, é como se o *valuation* não tivesse "razão de existir", uma vez que não está representando o seu verdadeiro significado que seria de estabelecer um valor intrínseco daquela organização.

Por óbvio, sabe-se que o *valuation* é um cálculo com uma função prática, estabelecer quanto que o valor aportado representará proporcionalmente em participação societária futura. Para compensar a inexistência de previsão exata dessa porcentagem, as rodadas não precificadas criam mecanismos de incentivos para favorecer investidores "pioneiros", dinâmica que será mais bem apresentada no próximo capítulo ao demonstrar a aplicação do *Simple Agreement for Future Equity*.

4 O SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY (SAFE) COMO HIPÓTESE DE CONTRATO ATÍPICO ADEQUADO À CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO

Constatada a inadequação do mútuo conversível como vetor de investimento para as *startups* em estágio inicial, faz-se necessário analisar qual figura contratual é capaz de suprir as suas lacunas e proporcionar maiores benefícios para as iniciativas inovadoras, gerando ganhos para todo o ecossistema. Assim, no presente capítulo será feita uma análise a respeito do *SAFE* (*Simple Agreement for Future Equity*), instrumento contratual norte-americano que se consolidou na última década no ecossistema estadunidense e tem ganhado gradativamente mais espaço no Brasil.

A fim de se verificar se este é capaz de substituir o mútuo conversível como principal contrato de investimentos, será feita uma investigação a respeito do surgimento do *SAFE*, para compreender as motivações que levaram à sua criação, bem como os *gaps* de mercado que buscava suprir, para verificar a sua aderência às particularidades das *startups* em estágio inicial. Para responder tal questionamento, é feita uma análise no tocante às principais cláusulas utilizadas nesse instrumento contratual, seus benefícios e a sua aderência no ecossistema de *startups* brasileiro.

Ademais, para ampliar a compreensão, é tecida uma ponderação a respeito das vantagens e desvantagens dessa modalidade contratual, afinal, é indispensável reconhecer que invariavelmente existirão pontos positivos e negativos em todos os modelos de convenções. Por entender que, na utilização do *SAFE*, os ganhos superam os prejuízos, essa investigação é acompanhada de uma análise estratégica de boas-práticas que podem ser utilizadas para mitigar riscos e harmonizar interesses, de forma a fornecer *insights* para empreendedores, investidores e advogados na composição dos termos que irão reger as suas operações de *venture capital*.

4.1 O *SAFE* NA PRÁTICA CONTRATUAL ESTADUNIDENSE E SUA INFLUÊNCIA NO BRASIL

O ecossistema de *startups* estadunidense é notadamente o mais desenvolvido de todo o globo, alcançando a posição no TOP 1 pelo quarto ano consecutivo no Ranking do *Startup Ecosystem Report*, produzido pela Startup Blink (2023, p.72), obtendo 34 cidades no Top 100 e 252 no Top 300. Ainda segundo a referida pesquisa, os Estados Unidos não apenas lideram a produção de *startups*, como também disparam na frente como um ambiente mais amigável para as iniciativas inovadoras, proporcionando às novas empresas tudo o que precisam, como acesso ao financiamento, por meio de uma vasta rede de *venture capital*, investidores-anjo e mentorias com incubadoras e aceleradoras de alta qualidade.

Conhecido pela sua maturidade, flexibilidade e disrupção, o mercado americano, que cedia o berço das *startups* (O Vale do Silício), é responsável por criar tendências a serem acompanhadas em todo mundo, a citar as diversas *startups* brasileiras que adotam modelos de negócios bem-sucedidos criados nos EUA, adaptando à realidade local, as famosas "*copycat*". Para além da inspiração, a relação entre os ecossistemas de inovação do Brasil e dos Estados Unidos estreitam laços, na medida em que *venture capitalists* americanos enxergam muito potencial no mercado brasileiro, devido a sua extensão e diversidade, fazendo com que aportem dinheiro nas empresas brasileiras, trazendo para essas operações as práticas do seu mercado.

Esse intercâmbio cultural é típico da prática mercantil e impacta, evidentemente, na seara contratual, fazendo com que as práticas contratuais tendam a se uniformizar. Isso se deve a um atributo tradicional dos contratos mercantis, o cosmopolitismo, que se caracteriza por romper as fronteiras, sejam culturais ou jurídicas, produzindo novos arranjos contratuais que tendem a ser incorporados em diferentes mercados, o que atualmente se tornou um processo ainda mais acelerado devido à globalização (Forgoni, 2018, p. 140).

Devido a essa dinâmica, o *SAFE* - suas características e cláusulas - foi importado para o Brasil e começou a ser inserido nas operações de investimentos nacionais, entretanto, é ainda pouco aproveitado pelo ecossistema local, seja pela falta de conhecimento dos advogados, resistência de investidores ou questões culturais do mercado brasileiro. Para que ele possa ser amplamente utilizado, rompendo essas barreiras, faz-se necessária uma imersão em seu surgimento para compreender como esse modelo contratual se adere às particularidades do investimento em iniciativas inovadoras.

4.1.1 O surgimento e consolidação do *SAFE* no ecossistema de inovação estadunidense

Esse modelo de contrato foi criado em 2013 pela aceleradora de negócios estadunidense Y Combinator, que é referência mundial em capital semente, como uma alternativa para superar as dificuldades vivenciadas por *startups early stage*, e desde então se consolidou como o principal mecanismo para captar recursos para as *startups* iniciantes da referida aceleradora e de todo o país. Após o seu lançamento, no ano seguinte, a referida aceleradora sugeriu aos investidores que utilizassem o *SAFE* nas operações envolvendo as suas *startups* aceleradas, o que foi aceito por todos, fazendo com que esse modelo contratual começasse a ganhar notoriedade nacional (Coyle; Green, 2018, p. 5).

Estudos da Thomson Reuters Practical Law feitos com advogados de startups nos Estados Unidos e no Canadá em 2018 revelaram que 91% dos entrevistados relatam ter ouvido

falar do *SAFE* e, desses, 69% já participaram de pelo menos uma operação envolvendo um *SAFE*. Os resultados da pesquisa demonstram que os advogados especializados em *startups* utilizam esse instrumento contratual nas negociações que atuam, no entanto este ainda não havia superado as *convertible notes* (documento equivalente ao mútuo conversível no Brasil), as quais são utilizadas em 36% das operações, enquanto o *SAFE* ou *KISS* - variação semelhante criada pela 500 Startups - em 14% delas.

Com o passar do tempo, esse cenário foi mudando progressivamente, e o *SAFE* é notadamente o instrumento contratual mais utilizado no mercado de *venture capital* americano, substituindo as *convertible notes*. Isso pode ser evidenciado a partir de declarações de investidores-anjos brasileiros, que realizam seus aportes por meio de casas americanas, os quais afirmam que 80% das operações de investimento que participaram foram via *SAFE* (Ahrends, 2020).

Acredita-se que o mesmo cenário vivenciado pelos Estados Unidos em 2018 pode ser observado hoje no Brasil, pois, a partir das entrevistas qualitativas realizadas com advogados especialistas em *startups* desenvolvidas no presente trabalho, ficou evidente que, apesar do mútuo conversível ser inegavelmente o contrato de mais expressiva utilização - seja por questões culturais ou exigências de investidores - os advogados brasileiros estão familiarizados com os termos do *SAFE* e reconhecem as suas vantagens para as *startups* e o ecossistema de inovação. Desse modo, acredita-se que, em breve será possível que o *SAFE* - ou variações dele - se consolide no mercado de *startups* brasileiro.

Esse reconhecimento por partes dos advogados de que o *Simple Agreement for Future Equity* confere diversos resultados positivos para as *startups* e, conseqüentemente, para todo o universo da inovação, deriva do fato desse contrato ter sido cuidadosamente pensado para solucionar os problemas vivenciados pelas empresas inovadoras, sobretudo as em estágio inicial.

É sabido que essas organizações sofrem com a ausência de validação robusta, o que dificulta a definição de um *valuation* e são vulneráveis frente aos termos impostos no mútuo conversível, devido à sua natureza de dívida. Esses e outros fatores levaram a Y Combinator a criar um instrumento contratual que facilitasse a operação e proporcionasse maior suporte às *startups*, como se verá a seguir.

4.1.2 A aderência do SAFE às particularidades das *startups* em estágio inicial

O *SAFE*, assim como o mútuo conversível, é um modelo de contrato de investimentos que rege uma operação em que o investidor disponibiliza capital para a *startup*, e em troca adquire a possibilidade de futuramente converter esse valor em participação societária. Nessa brevíssima descrição, ambos institutos não aparentam ter diferenças expressivas, no entanto, ao longo deste tópico, as suas características serão evidenciadas e será perceptível como o *SAFE* supera as externalidades negativas geradas pelo mútuo, possuindo uma maior aderência às particularidades das *startups* em estágio inicial.

O primeiro objetivo do *SAFE* foi desonerar a operação de investimento em fase anjo ou *seed*, instituindo uma estrutura simples - como o próprio nome já anuncia - de poucas folhas, com cláusulas essenciais que demandam pouca ou nenhuma negociação, sendo um instrumento escalável, característica fundamental para o ecossistema de *startups*. Com isso, a *startup* e o investidor conseguem ter uma negociação menos burocrática e eficiente, a citar também a vantagem da redução de tempo e custos da equipe jurídica, promovendo a agilidade que este ambiente de inovação requer nas suas relações, sem deixar de lado a segurança jurídica que faz com que estes acordos prosperem.

Essa característica do *SAFE* conflui com o entendimento de que todas as relações econômicas são dotadas de custos para as suas realizações - definidos por Oliver Williamson como Custos de Transação - e, quando estes conseguem ser minimizados, as relações tendem a ser potencializadas (Lira; Villani Ortiz; Machado, 2013, p. 1). Dentro desse contexto, regras jurídicas possuem influência direta no aumento ou diminuição desses custos, diante disso, para cada transação, é preciso identificar qual a estrutura de governança mais econômica, onde por estrutura de governança entende-se o quadro institucional dentro do qual a integridade de uma transação é decidida, como um contrato (Williamson, 1979, p. 3).

Nesse sentido, "o melhor instrumento para reduzir e mitigar os custos de transação é garantir que cada contrato celebrado pela empresa esteja realmente adequado para cada operação" (Marcondes, 2022), portanto, em se tratando de uma operação que demanda agilidade, envolvendo uma estrutura empresarial ainda incipiente, o *SAFE* supera o mútuo nesse quesito como sendo um contrato mais econômico.

Para além da economia dos custos de transação, existe um outro benefício ainda mais expressivo proporcionado por um contrato enxuto, que é a manutenção de uma boa relação entre investidor e *startup*, uma vez que as discussões de termos mais complexos são anuladas ou transferidas para um momento posterior. Sabe-se que nesse tipo de discussão, quando do

outro lado da mesa não está um investidor colaborativo e amigável, existe uma tendência a estremecer as relações e gerar animosidade, criando um ambiente de distanciamento, medo e desconfiança, quando em verdade, para o sucesso da operação, é preciso que seja colaborativo e harmonioso.

Ainda nesse sentido, a padronização da documentação também tende a "podar" eventuais cláusulas abusivas, que imponham obrigações rígidas e desproporcionais, a citar casos alarmantes de contratos de investimento que estabeleciam o fundador como fiador da dívida em mútuos conversíveis. Diante de possibilidades menos ou tão rígidas quanto à citada, a existência de um contrato com estrutura padrão evita que a *startup*, diante de uma vulnerabilidade informacional e negocial, assuma riscos descabidos que potencialmente possam engessar sua operação, prejudicar o seu fluxo de caixa ou até mesmo inviabilizar a continuidade da empresa.

O advogado Gustavo Sudbrack destaca esse como sendo um dos grandes êxitos do *SAFE*, pois o investidor, por ser "a pessoa do dinheiro", naturalmente tem mais poder e acaba exigindo muitas coisas do empreendedor, que por ser muito vulnerável, ou aceita todas as imposições, ou terá que negociar, iniciando-se dessa maneira uma "rixa". Gustavo relata que sempre orienta os investidores, seja em rodadas maiores ou até mesmo M&As, que se tentarem "esmagar" o empreendedor, quando estes virarem sócios, existirá uma péssima relação, pois, em suas palavras, "não existe técnica de negociação capaz de fazer impedir, se você 'espremer' injustamente alguém que vai se sentar do teu lado depois, que ele não tenha rancor de você".

Assim, a simplicidade do *SAFE* também se releva em termos mais "*startup-friendly*" que promovam uma maior margem de liberdade para os empreendedores, resguardando a *startup* de ter as suas atividades engessadas devido a acordos precipitados e desacerbados de governança, pois, como o referido Williamson (1979, p. 8) já defende há décadas, estruturas simples de governança devem ser utilizadas em conjunto com relações contratuais simples, assim como as estruturas de governança complexas destinam-se a relações contratuais igualmente complexas. Com isso, não se quer alegar que uma operação de investimento é uma relação simples, mas sim que as estruturas de governança devem evoluir gradativamente de acordo com o nível de maturidade da *startup* e complexidade da relação contratual, para que o seu bom desenvolvimento seja potencializado.

Dentre esses termos mais favoráveis às *startups* está a inexistência de juros e de data de vencimento, por esse motivo costuma-se dizer que o *SAFE* é "uma Nota Conversível que teve as suas características de dívida removidas" (Coyle; Green, 2018, p.6). Enquanto o mútuo exige a prévia estipulação de data certa para vencimento da dívida, nessa outra modalidade o

investidor receberá *equity*, mediante o acontecimento de marco futuro convencionado entre as partes, não sendo assim o *SAFE* um contrato de dívida (Leal Passos, 2018, p. 43).

Essa estratégia faz com que conversão se dê em momento mais adequado para ambas as partes, pois, diante da inexistência de uma data pré-fixada para conversão, o *SAFE* propõe gatilhos de conversão associados a eventos de sucesso, que ocorrerem em momentos de prosperidade, em que a *startup* terá um aumento de capital, por isso entende-se que esse tipo de vencimento proporciona um melhor resultado para todos os participantes da operação.

Os eventos se dividem em dois tipos, os chamados "eventos de financiamento" e "eventos de liquidez". O primeiro é um novo *round* de investimento futuro que alcance um patamar mínimo estabelecido em contrato, permitindo que o investidor da rodada anterior possa, antes da entrada dos novos investidores, converter o seu aporte. Já o segundo são eventos como um IPO, M&A ou aquisição de controle, os quais permitem o investidor sair da *startup* e receber um retorno financeiro direto pelo seu investimento (Baptista Luz, 2017).

A partir da apresentação dessa dinâmica, percebe-se que, diferentemente de como ocorre no mútuo conversível, o investidor não tem regularmente a opção de escolher entre converter em *equity* ou requerer a devolução do valor investido². Assim, cria-se uma blindagem mais robusta, evitando que a *startup* se descapitalize ou não tenha segurança financeira capaz de arcar com a dívida contraída junto ao mutante, sendo esta uma estratégia de alocação de riscos muito mais congruente ao ecossistema de inovação e a esse tipo de investimento.

É cristalino que nenhuma relação econômica se encontra completamente blindada de riscos, até porque não é possível prever as razões que podem levar à não concretização das legítimas expectativas que as partes tinham ao pactuarem. Desse modo, se não é possível fazer uma futurologia precisa, ao menos os participantes dos negócios jurídicos contratuais podem partilhar, de forma a alocar cada risco para aquele que melhor tenha a capacidade de arcar com ele (Forgioni, 2018, p. 146), sendo nesse caso o *venture capitalist*.

Por não haver a possibilidade de escolha da devolução do valor investido, o *SAFE* estabelece uma conversão automática. No entanto, é possível estabelecer em uma *side letter* uma cláusula de *put option*, que gere a obrigação de uma parte adquirir a participação da outra, de acordo com determinadas condições, de forma que é comum que seja prevista a obrigação

² No entanto, é possível estabelecer situações excepcionais que autorizem tal requerimento, como será apresentado nesta pesquisa.

dos fundadores comprarem a participação societária do investidor, por um valor irrisório de \$1, caso ele não deseje converter.

Em primeiro momento, tal estratégia pode soar curiosa, mas é uma prática muito utilizada no mercado, tanto em previsões contratuais, quanto na prática de investidores que realizam essa venda. Existe uma razão contábil e tributária por trás disso, pois, se o investidor não irá converter o valor aportado em ações, o registro dessa operação não pode simplesmente "desaparecer" e nem ser tratado como uma doação, pois resultaria na carga tributária do ITCMD. Diante disso, a venda pelo valor de \$1 é simbólica e serve para que o investidor e a *startup* possam dar uma baixa nesse ativo/passivo em seus registros contábeis.

Por fim, não menos importante, outra característica congruente com as *startups* iniciais é o fato do *SAFE* ser um instrumento contratual para rodadas não precificadas, isto é, que dispensam em primeiro momento o cálculo de *valuation* e a distribuição percentual societária. O contrato na modalidade do *SAFE* se popularizou dessa maneira, pois prevê a retribuição do capital investido quando há a ocorrência de um evento futuro determinado (Leal Passos, 2018, p. 43) - a exemplo a participação em uma nova rodada de alto valor.

Como aportar capital em uma empresa sem estabelecer precisamente o seu valor é um risco, o investidor recebe a recompensa de melhores condições e valores mais baixos para adquirir quotas da empresa no momento da conversão, funcionando como um incentivo pelo risco assumido ao destinar capital para uma ideia inovadora, que não possui prova social (Graham, 2010). Isso faz com que o dinheiro ingresse muito mais rápido na empresa, acelerando o seu desenvolvimento e, conseqüentemente, incentivando outros investidores a também entrarem no negócio.

Segundo o referido autor, nesse mercado de *startup*, muitas vezes importa mais quem já "colocou dinheiro na mesa" do que qual o produto ou quem é o fundador, por isso, essa lógica possui grande impacto na celeridade das negociações e é de fato justa, pois não há dúvidas de que aportar dinheiro em uma empresa, após um grande fundo de investimentos ou um empresário reconhecido fazer isto, é muito mais seguro. Por essas e outras razões é que Graham defendia, há mais de uma década, acordos diferentes para investidores que ingressam em momentos diferentes, ideia que hodiernamente resta consolidada no ecossistema de *startups* e que será mais bem explorada no tópico subsequente.

Diante do apresentado, é perceptível a aderência do *SAFE* às necessidades das *startups* em estágio inicial e como ele supre lacunas deixadas pelo mútuo conversível. Para trazer maior materialidade à discussão e ir além na compreensão desse instrumento contratual, é preciso então analisar sua estrutura contratual.

4.2 ESTRUTURA CONTRATUAL DO *SAFE*

Neste tópico será apresentada a estrutura contratual do *SAFE*, o qual, como já apresentado, é documento contratual que revolucionou o mercado de *startups* pela fina percepção de que nesse mercado as oportunidades surgem e desaparecem na mesma velocidade, de modo que as suas transações precisam ser céleres e menos onerosas quanto possível para que o capital flua dos investidores às iniciativas inovadoras. O *SAFE* cumpre esse objetivo com maestria ao estabelecer uma estrutura fixa capaz de contemplar os principais pontos, reduzindo os custos de transação e promovendo um singular benefício de manutenção de uma boa relação entre investidor e *startup*.

O *SAFE* é dotado dessa simplicidade e agilidade, pois como regra as suas cláusulas não devem ser modificadas, retiradas ou adicionadas para que não se perca justamente a sua estrutura simples e amplamente conhecida por ambas as partes, e assim se evita discussões complexas ou análises detalhadas, pois todos os participantes já conhecem e aceitam os seus termos. Logo no início do documento consta inclusive uma cláusula em que os contratantes declaram que se trata de "um dos formulários disponíveis em <http://ycombinator.com/documents> e que a Empresa e o Investidor concordam que nenhum dos dois modificou o formulário, exceto para preencher espaços em branco e termos entre colchetes".

É de fundamental importância que os advogados, ao receberem a minuta de um contrato intitulado como "*SAFE*", de fato investiguem se a sua estrutura permanece igual, pois outros advogados podem se utilizar de má-fé, dada a presunção de conhecimento do documento, para alterá-lo, sem a percepção da contraparte. A Advogada Luiza Berinson relata em sua entrevista que já passou pela experiência de receber um "*SAFE*" que tinha sido alterado, o que não está evidentemente de acordo com a dinâmica dessa estrutura contratual.

A esse respeito, é importante esclarecer que o *SAFE* não é um contrato de todo inflexível, de modo que não impede que as partes compactuem documento adicionais e que inclusive alterem, renunciem ou modifiquem o disposto no contrato, mediante o consentimento por escrito da empresa e do investidor, com algumas limitações³. Ressalta-se, que ainda é

³ 5. Diversos. Qualquer disposição deste Cofre pode ser alterada, renunciada ou modificada mediante consentimento por escrito da Empresa e (i) do Investidor ou (ii) da participação majoritária de todos os Cofres então em circulação com o mesmo "Pós- Limite de avaliação monetária" e "Taxa de desconto" como este Cofre (e os Cofres sem um ou ambos os termos serão considerados iguais em relação a esse(s) termo(s)), desde que com relação à cláusula (ii): (A) o Valor da Compra não pode ser alterado, renunciado ou modificado desta forma, (B) o consentimento do Investidor e de cada detentor de tais Cofres deve ser solicitado (mesmo que não obtido), e (C) tal alteração, renúncia ou a modificação trata todos esses titulares da mesma maneira. "Participação majoritária"

possível as partes convencionarem questões adicionais em uma *Side Letter*, o que deve ser feito com bom senso, mantendo em mente o espírito de simplicidade do *SAFE*.

Esse espírito não é evidenciado no mútuo conversível, pois apesar de ter ganhado fama no mercado como um contrato padrão, a sua flexibilidade, que por vezes é tão elogiada pelos advogados, faz com que ele deixe de ser um contrato essencialmente padrão. O que se vê na prática são mútuos conversíveis que são vistos como "uma colcha de retalhos", em que cada contrato negociado são previstos direitos e deveres diversos, de forma que essa flexibilidade exacerbada pode se tornar um ponto prejudicial e não uma vantagem.

Posto isso, no próximo tópico será analisada a estrutura contratual dos diferentes tipos de *SAFE*, suas principais cláusulas, bem como outras que podem ser inseridas em documento correlato, de forma a complementar o *SAFE*.

4.2.1 Espécies de *SAFE* e principais cláusulas

Antes de analisar as principais cláusulas do *SAFE*, é preciso compreender que a Y Combinator disponibiliza quatro espécies de contrato com diferentes tipos de arranjos: *I - Safe: Valuation Cap, no Discount; II - Safe: Discount, no Valuation Cap; III - Safe: MFN, no Valuation Cap, no Discount*. Todos esses modelos foram pensados para incentivar a entrada precoce do investidor na *startup*, incentivando aquele que dá o primeiro passo e como já constatado, assume mais risco.

A primeira espécie é negociada sob a forma de um limite de avaliação, mas sem desconto, de maneira que o investidor adquira as ações futuras, limitando a avaliação do *valuation* da empresa, de forma a evitar que a sua participação seja muito diluída, em razão de uma rodada futura com um aumento extravagante de valor de mercado, mecanismo este de fundamental importância quando se está diante de rodadas não precificadas. O *valuation cap* determina que, independentemente de valor precificado em um financiamento futuro, o valor máximo aplicado ao investidor em sua conversão é aquele estabelecido no *SAFE*.

Assim, se o investidor negociou um valor de R\$100.000,00 (cem mil reais), com um *valuation* ainda não estabelecido, é possível determinar em contrato que o teto de *valuation* será, por exemplo, de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), ou seja, mesmo que o *valuation* da rodada futura seja acima desse valor, o investidor pagará somente com base no máximo

refere-se aos titulares do grupo aplicável de Cofres cujos Cofres têm um Valor total de Compra superior a 50% do Valor total de Compra de todos esse grupo aplicável de Cofres. (Cláusula 5 do *SAFE No Cap, Discount da Y COMBINATOR*).

estabelecido, de forma a preservar um mínimo de participação societária. Importante deixar bem esclarecido que o *valuation cap* não é o mesmo que o *valuation* propriamente dito, pois na realidade a *startup* poderá possuir valor de mercado superior ao acordado, apenas fixa-se uma base de cálculo.

Dessa forma, há uma grande vantagem ao investidor que ingressou na *startup* logo em suas fases iniciais, pois, resguardado com o *valuation cap*, mantém uma participação societária mínima, garantindo ainda os benefícios da valorização da empresa, pois, quanto maior for a avaliação subsequente, a sua participação também terá maior valor. De tal modo que, ao mesmo tempo que esse mecanismo permite que o investidor esteja resguardado de uma diluição excessiva, também concede maior participação proporcional ao que foi investido no início.

Diferentemente do que ocorre em uma rodada precificada, na qual a participação do investidor está sujeita a sofrer diluição em caso de valorização e está sujeita a eventual perda do valor investido, no caso de uma eventual desvalorização da empresa. Exemplificando:

CENÁRIO A - Rodada não precificada
Valor investido R\$250.000,00 com <i>valuation cap</i> de R\$5.000.000,00
Se o <i>valuation</i> da rodada futura for de R\$10.000.000,00, o investidor terá a participação de 5%, pois a sua participação será calculada com base no teto de <i>valuation</i> estabelecido. Se o <i>valuation</i> da rodada futura for de R\$2.500.000,00, o investidor terá a participação de 10%, pois o valor aportado foi de R\$250.000,00

CENÁRIO B - Rodada precificada
Valor investido R\$250.000,00, <i>valuation</i> de R\$5.000.000,00, percentual de 5%
Se o <i>valuation</i> da rodada futura for de R\$10.000.000,00, o investidor terá a sua participação reduzida a 2,5%, mas terá ganho de capital acompanhado, de forma a manter o valor de R\$250.000,00. Se o <i>valuation</i> da rodada futura for de R\$2.500.000,00 (down round ⁴), a sua participação se manterá em 5%, que agora irá valer R\$125.000,00.

⁴ O termo down round é utilizado quando a rodada de investimento subsequente possui *valuation* menor do que o da rodada anterior.

Evidente que existem cláusulas anti diluição que ajudam a amenizar o cenário B, no entanto, é evidente que o cenário A é mais vantajoso ao investidor, o qual consegue se blindar mais do risco, diante do direcionamento de capital a uma empresa inovadora com valor de mercado ainda impreciso, sem que isso prejudique de maneira desmedida a *startup*.

Na segunda espécie de *SAFE* (Anexo 1), temos o mecanismo do desconto, modalidade em que o investidor ganha um desconto na conversão de suas ações em relação ao *valuation* futuro, de maneira que recebe uma compensação em relação aos investidores que entraram no negócio agora, por ter comprado esse risco antecipadamente. Esse desconto é uma porcentagem definida no momento do investimento e que será aplicada na próxima rodada de *fundraising*, podendo variar entre 5% e 30%, sendo mais comum o valor de 20% (Westaway, 2023).

Tendo como exemplo um *SAFE* com desconto de 20%, em uma rodada futura que o *valuation* da empresa fosse definido em R\$10.000.000, para o investidor da rodada anterior o valor adotado seria de 20%. A mesma lógica pode ser exemplificada pelo valor de ações, se na rodada subsequente o valor por ação representasse \$1,00, o investidor anterior as converteria pelo valor de \$0,80, e assim, quanto maior o desconto, mais capital os investidores recebem.

Existia uma outra modalidade de *SAFE* que combinava simultaneamente os dois mecanismos das espécies anteriores, de forma a estabelecer um teto de investimento e um desconto na conversão, concedendo ao investidor uma dupla vantagem como recompensa pelo ingresso antecipado na *startup*, mas esse modelo foi tirado de circulação pela *Y Combinator*. Ainda assim, é possível combinar ambos os incentivos, no entanto, avalia-se que para se ter um contrato equilibrado, recomenda-se que escolha um deles, sendo o ideal para os fundadores um *SAFE* ilimitado e com desconto, pois tem a recompensa ao investidor, sem o risco à *startup*, de se atribuir um valor muito abaixo do esperado.

Esses dois recursos são muito importantes também para fundadores, pois rodadas precificadas com percentual de participação previamente estabelecido (exemplo R\$100.000,00 por 10% da empresa) faz com que o fundador sofra maior diluição ao longo das rodadas futuras, na medida em que são feitas diversas rodadas subsequentes e o investidor ainda não converteu a sua participação, continuando a ostentar a participação ajustada em contrato. Isso é muito prejudicial para o *captable* e não é a melhor prática de mercado, sendo muito mais indicado a utilização do *valuation cap* e/ou do desconto.

Por fim, a terceira modalidade de *SAFE* proposta pela *Y Combinator* é a *MFN, no Valuation Cap, no Discount*, modelo este que o investidor não possui os benefícios do *valuation cap* ou do desconto, mas é protegido pela cláusula de "*Most Favored Nation*" (MFN), segundo a qual será garantido ao investidor ao menos os mesmos direitos garantidos aos investidores

subsequentes. Contudo, para a definição de conversão em participação societária, está não parece a melhor técnica a ser utilizada, pois o investidor não recebe a devida vantagem e incentivo por ter ingressado primeiro, no entanto, essa cláusula pode ser aplicada também a outras situações.

A Advogada Fernanda Cabral relatou em sua entrevista que é comum que o investidor queira uma maior proteção, buscando uma forma de atrair para si também novos direitos que forem ser concedidos a investidores futuros, mas, como não é possível projetar tudo para o futuro, insere-se a cláusula de *Most Favored Nation*. A advogada apresenta que a *Most Favored Nation* é uma norma de Direito Internacional que foi muito bem transplantada para o direito dos contratos, a fim de garantir ao investidor pioneiro os mesmos direitos que fossem garantidos aos outros investidores, no que tange aos mais protetivos, trazendo assim um resguardo para que o investidor que entrou primeiro no negócio não fosse prejudicado por investidores subsequentes.

Diante dessas opções de arranjos do *SAFE*, caberá às partes encontrar aquela que for mais compatível com suas possibilidades e estratégias, de maneira a harmonizar os interesses em negociação. Ante o exposto, tem-se que as principais cláusulas são as seguintes:

I - O valor do investimento: o valor que será destinado pelo investidor à *startup* e que lhe concederá a possibilidade de conversão em *equity* futuramente;

II - O *valuation cap* e/ou desconto: as condições acima apresentadas que concedem vantagens ao investidor pioneiro;

III - A *Most Favored Nation*: aplicável na terceira modalidade de *SAFE*, quando não há o desconto ou o teto de *valuation*;

IV - Gatilhos de conversão: os eventos que fazem com que o *SAFE* se converta em *Equity* (venda da empresa ou rodada subsequente de investimento de alto valor);

V - Preferência de liquidação: descreve como será a distribuição dos recursos em caso de venda, colocando o investidor do *SAFE* em paridade com os demais *SAFEs* emitidos e acima de ações ordinárias, de forma que o *SAFE* destina-se a emissão de ações preferenciais;

VI - Direitos de dissolução: determina que, em caso de dissolução da empresa antes da conversão do *SAFE*, o investidor terá o direito de preferência estabelecido acima, a ser exercido antes do evento de dissolução;

VII - Representações e garantias: declarações pela *startup* e pelo investidor de que ambos se encontram em situação regular para firmar o contrato;

4.2.2 Cláusulas adicionais comumente previstas em contratos de investimentos

Além das apresentadas, outras previsões podem ser estabelecidas em uma *side letter* - estratégia que será mais bem apresentada no tópico 4.3.2. Importante destacar que ao utilizar a estratégia da *Side Letter* não a transforme em um novo contrato extenso e complexo, pois para uma operação eficiente é preciso que este documento siga o mesmo princípio do SAFE e preveja apenas o estritamente essencial, adaptando o *SAFE de* acordo com as necessidades daquela determinada negociação.

As cláusulas mais comuns previstas em *side letters* pela ONEVC⁵, em complemento ao *SAFE*, são as seguintes: *Right of First Refusal*, *Pro rata Rights*, *Co-Sale Right*, *Information Rights*. Ademais, a depender da negociação também estabelecem as cláusulas de *Most Favored Nation*, *Board Observe Rith (Informal Board)* e *Future "Major investors right"* (Yoshimura, 2020).

A *right of first refusal* é equivalente ao Direito de Preferência no Brasil, sendo uma cláusula que concede aos investidores a preferência na compra de ações dos acionistas antes de serem vendidas a uma parte externa à companhia. Ela é importante de ser inserida também é *deals* brasileiros, pois, apesar do direito de preferência ser amplamente conhecido no Brasil, por lei, este se aplica apenas a sócio ou acionista devidamente constituído, e como o investidor não é sócio, é necessário que esse direito esteja previsto no contrato de investimentos para ser garantido ainda durante a vigência do *SAFE*, se for desejado pelas partes.

Esse é um direito que pode ser concedido à empresa, aos grandes investidores ou aos dois, devendo, nesse último caso ser estabelecido quem terá ordem de prioridade. Em uma lógica protetiva à *startup*, é interessante que os fundadores detenham esse direito de preferência para que se mantenham com uma participação majoritária no capital social, algo necessário ao bom funcionamento da companhia.

Semelhante ao direito de preferência é são os *pro rata rights*, que dão ao investidor a possibilidade de participar em uma ou mais rodadas subsequentes de *fundraising*, de modo a manter a sua participação societária na *startup* à medida que o valor de mercado dela for crescendo. Esse é um direito substancialmente importante para os fundos de investimento, os quais costumam deter uma premissa de *ownership* mínimo e reservam um capital justamente para essas operações de *follow-on*.

⁵ ONEVC é uma empresa referência de capital de risco focada em investimentos iniciais na América Latina responsável por conectar empreendedores latino-americanos com oportunidades nos Estados Unidos.

Importante mencionar, que tais direitos (de preferência e pro rata) devem ser incluídos quando se trata de investidores de alto valor para a *startup*, evitando de serem negociados em rodadas com investidores pouco expressivos. Ademais, esses direitos devem ser exercidos de forma estratégica pelos fundos que os detém, de forma que não impeçam a entrada de novos investidores estratégicos, que serão responsáveis por ajudar a potencializar ainda mais a empresa.

Os *Co-Sale Rights* são os direitos/deveres de venda conjunta, as quais são igualmente importantes, pois o objetivo do investidor é, em algum momento, sair da *startup*, levando consigo valor superior ao que investiu, de forma que "Tão importante quanto ingressar em uma sociedade, é poder reaver o investimento feito" (Cantali, 2021, p. 6). Diante disso, o direito contratual criou cláusulas de saída conjunta para definir formas e possibilidades de desinvestimento, como a "dupla" *tag along* e *drag along*, as quais representam, geralmente, um direito dos acionistas minoritários e majoritários, respectivamente.

A *tag along* é uma cláusula que em tradução literal seria o "direito de acompanhar", ela estabelece que, diante da manifestação de um acionista em realizar a venda das suas ações, é preciso que seja oferecido aos demais o direito de também alienar as suas ações nos mesmos termos que foram oferecidos, dentro de um determinado prazo. Dito isso, a *tag along* deve ser entendida como um mecanismo contratual que obriga a inclusão dos demais acionistas na negociação da venda de participação societária a um terceiro adquirente (Cantali, 2021, p. 13).

Essa é uma cláusula utilizada tipicamente em benefício do acionista não-controlador, de forma a evitar que ele se torne obrigado a permanecer em uma configuração societária com pares com quem não compartilha o *affectio societatis*. Nesse cenário, caso o terceiro adquirente não adquira as ações dos minoritário, também não poderá adquirir as ações do majoritário (Puga, 2022), o que pode gerar, um inconveniente, no entanto é custo de transação tolerável diante da eminente necessidade de se estabelecer mecanismo, para o acionista não-controlador se proteger (Cantali, 2021, p.17).

Se por um lado a *tag along* é o direito de venda conjunta, a *drag along* é o dever de venda conjunta imposto pelo majoritário sobre os minoritários, sendo traduzido como o "direito de arrastar". Esse direito de arrastar se materializa pela obrigação do minoritário em realizar também a venda de sua parte na companhia, em razão de decisão de venda por parte dos acionistas majoritários, de forma a evitar um entrave para a transação, na medida em que os minoritários não podem se opor a venda, sendo ideal para "limpar o *captable*", consequentemente aumentando a liquidez da operação.

A exemplo, numa situação em que o fundador da *startup* é ainda majoritário e recebe uma excelente oferta de venda da companhia, o que implica necessariamente na compra da totalidade das ações. Nesse caso, na ausência de uma cláusula de *drag along*, ele teria que convencer os demais acionistas a realizarem a venda de suas ações, o que, se não fosse aceito, inviabilizaria totalmente a transação. Isso demonstra que a cláusula de *drag along* possui um papel fundamental para conceder ao controlador o efetivo controle dos rumos da companhia.

Uma situação interessante e inusitada trazida na entrevista da Advogada Fernanda Cabral foi a previsão contratual da cláusula de *drag along* pode ser exercida por um acionista minoritário. A situação em questão envolve a possibilidade do fundo de investimentos, ainda que na posição de minoritário, ao receber uma oferta de aquisição da companhia por valor exponencialmente superior ao *valuation* atual, poder obrigar a venda conjunta dos demais acionistas para viabilizar a transação, em razão do múltiplo gerado.

O *information rights* é o direito de informação, que permite o acesso dos investidores a informações essenciais para o acompanhamento das empresas investidas, desempenhando papel fundamental na promoção da transparência e alinhamento entre as partes. Costumam ser fornecidas informações de relatórios financeiros, bem como o acompanhamento de outras métricas, a citar CAC, LTV e Churn, as quais representam, respectivamente, o custo de aquisição de clientes, o tempo médio de "vida ativa" dos clientes na base da empresa e a taxa de usuários que cancelam uma assinatura/contrato.

A respeito das cláusulas adicionais mencionadas, temos a *Most Favored Nation*, já mencionada ao longo desse estudo, a qual integra um dos modelos de SAFE da Y Combinator. Mesmo que esse modelo não seja escolhido pelas partes, é possível importar essa cláusula para uma *side letter* a fim de garantir ao que os primeiros investidores recebam as mesmas condições que os investidores subsequentes, se esse investidor posterior receber condições mais protetivas.

A cláusula *Board Observe Right (Informal Board)* representa o direito do fundo ter um acento no conselho consultivo como observador, sendo ainda um conselho informal por se tratar de *startups early stage*, fase na qual a boa prática do mercado é a realização de reuniões periódicas dos fundadores da *startup* com seus investidores e mentores para a discussão de questões estratégicas e aconselhamento. Esse tipo de ação permite que haja uma troca valiosa entre os investidores e as investidas, de maneira a fortalecer uma relação colaborativa, permitir um maior acesso à informação e que o fundo entregue mais do que apenas capital, pois "apenas dinheiro não é capaz de mudar o jogo" (Yoshimura, 2020).

Por fim, a cláusula de *future "Major investors right"* é uma definição do que futuramente será considerado um "grande investidor" de acordo com o valor investido ou número de ações adquiridas. A sua função é de criar uma categoria de investidores que terão acesso a direitos mais protetivos e estratégicos, como exemplo os citados direitos de preferência e direito de pro rata.

Essa cláusula atua como um incentivo para que novos investidores aportem cheques maiores, além de trazer o benefício de reduzir o número de investidores com os quais se precisa negociar durante rodadas futuras em relação a direitos de pro rata ou preferência (Sparks, 2021). Nesse sentido, especialistas alertam para os riscos que devem ser avaliados ao conceder direitos de informação, direitos pro rata, direitos de preferência e direitos de venda conjunta a todos os investidores.

Andy Sparks menciona em sua obra "The Holloway Guide to Raising Venture Capital" que essa é uma posição que divide opiniões. Por um lado, profissionais como Mark Suter afirmam que "Sei que a tentação é confiar em todos os investidores – grandes e pequenos – que lhe deram dinheiro quando você era uma *startup* em estágio inicial. A realidade é que você não pode. As principais cláusulas para investidores existem por um motivo. Proteja suas informações financeiras com sabedoria". Por outro, o investidor-anjo Will Herman acredita que a cláusula de grande investidor é injusta com aqueles pequenos investidores que primeiro apostaram na empresa (Sparks, 2021).

A partir do presente estudo, avalia-se que essa é uma cláusula possível de ser utilizada, desde que com determinadas ressalvas. Acredita-se que o direito de informação não deve ser restringido, pois é necessário para uma relação de transparência e confiança com o investidor, do mesmo modo deve ser mantido o direito de venda conjunta, pois foi criado justamente para a proteção do investidor minoritário, podendo a remoção de ambos deixar o investidor inicial muito fragilizado.

Já os direitos de preferência e pro rata tem sentido em serem restringidos, pois trazem benefícios à companhia, na medida que incentivam cheques maiores e diminuem a possibilidade de conflitos negociais, como mencionado. Ademais, na prática, sabe-se que os pequenos investidores não detém capital suficiente para exercerem tais direitos, ou seja, geralmente não conseguem continuar a acompanhar as novas rodadas quando a empresa está em fases mais avançadas, de maneira que mesmo que tivessem esse direito contratualmente garantido, não teriam condições financeiras para seu exercício.

Para ampliar a análise a respeito de tais cláusulas, é interessante apresentar os dados do estudo "How Venture Capitalists Make Decisions" (Gompers, Gornall, Kaplan, et al, 2021) da

Havard Business School sobre quais cláusulas são mais utilizadas e quais são as mais importantes para os investidores, realizado a partir da análise de 885 VCs nos Estados Unidos. Nessa pesquisa foi possível constatar que o direito de pro rata é o número 1 entre os mais exercidos pelos investidores, como pode ser observado na tabela abaixo:

Figura 4 - Frequência de acionamento de cláusulas contratuais por VCs

Table 17: Frequency with which Contractual Features Are Used

The average frequency with which each contractual feature is used by respondents.

	Stage		Industry		IPO Rate		Fund Size		Location			
	All	Early	Late	IT	Health	High	Low	Large	Small	CA	OthUS	Fgn
Pro-rata rights	81 (1)	85 (2)	83 (3)	85** (2)	77** (3)	82* (2)	87* (2)	83* (2)	79* (2)	81 (2)	84 (2)	78** (2)
Participation	53 (1)	51 (2)	54 (3)	41*** (3)	67*** (3)	52 (3)	53 (3)	49** (2)	55* (2)	42*** (3)	57*** (2)	56 (2)
Redemption rights	45 (2)	42* (2)	50* (4)	43 (3)	51 (4)	42 (3)	43 (3)	46 (2)	43 (2)	35*** (3)	56*** (2)	39*** (3)
Cumulative dividends	27 (1)	21*** (2)	35*** (3)	25** (3)	35** (4)	23 (2)	25 (2)	28 (2)	25 (2)	22*** (3)	35*** (2)	20*** (2)
Full-ratchet antidilution	27 (1)	22*** (2)	34*** (4)	21** (2)	31** (3)	26 (2)	22 (2)	26 (2)	28 (2)	21 (2)	24 (2)	34*** (2)
≥2x liquidation preference	19 (1)	15 (1)	18 (2)	12*** (2)	27*** (3)	21*** (2)	14*** (2)	19 (2)	18 (1)	14** (1)	19** (2)	22** (2)
Number of responses	509	220	81	118	79	130	142	234	278	145	203	181

Fonte: Gompers, Gornall, Kaplan, et al, 2021

Outro dado interessante diz respeito das cláusulas mais importantes para os investidores, de acordo com a flexibilidade para excluí-las ou não dos contratos com as *startups*, que revela que os direitos de pro rata novamente ostentam a primeira posição, como o mais importante, seguido pelo direito de preferência de liquidação e anti diluição.

Após essa análise a respeito do ecossistema americano de *startups*, faz-se necessária também uma análise das principais cláusulas presentes nos contratos de investimento no Brasil. Essas cláusulas foram relatadas nas entrevistas realizadas, bem como na literatura acadêmica e merecem ser analisadas, pois são elementos da dinâmica do mercado de *venture capital* brasileiro.

Dentre as utilizadas no ecossistema americano, também foram citadas nas entrevistas as cláusulas de direito de informação e as cláusulas de venda conjunta. Para além destas foram citadas diversas outras, que são apresentadas a seguir.

A respeito de previsões de saída, existe a já mencionada cláusula de *put option*, a qual obriga os demais sócios a adquirirem a parte referente à participação de um sócio que deseja se retirar por um preço pré-determinado em contrato. Esse mecanismo é comumente utilizado

no meio empresarial quando se está diante de conflitos societário inconciliáveis, tendo sido importado para o universo das operações de investimento como uma saída para um investimento malsucedido com o qual o *venture capitalist* não deseja mais estar vinculado.

Outra cláusula possível é a chamada *lock-up*, a qual se destina a impedir a saída dos sócios fundadores por um determinado período ou então condicionada ao alcance de um determinado patamar de maturidade do negócio, tornando as suas ações ou quotas indisponíveis para alienação até que se cumpra essa condição. Essa é uma previsão comum, sobretudo quando se trata de fase *pré-seed e seed*, na qual o time fundador é um elemento decisivo para a oferta do investimento, uma vez que a *startup* não possui dados robustos de validação no mercado, sendo esse tipo de investimento uma verdadeira "aposta no time fundador".

Em fase inicial do negócio, a saída de um fundador pode representar a descontinuidade da empresa, pois nesse estágio não existe ainda um plano de formação de lideranças e os fundadores costumam concentrar todo ou quase todo seu conhecimento, rede de contatos, domínio de tecnologia, entre outros atributos, necessários para que a empresa prossiga com a sua estratégia e possa se tornar bem-sucedida. Diante disso, é interessante que o investidor crie impeditivos para evitar a saída desse empreendedor, fazendo com que ele continue dedicado a *startup*.

Semelhantes à cláusula de *lock up*, são as cláusulas de não competição e de não aliciamento, as quais também costumam-se destinar ao time fundador, mas pode ser aplicável também a outros acionista/investidores. A primeira determina que ao sair do negócio, o empreendedor não poderá desenvolver outra atividade ou abrir outro negócio que seja concorrente da *startup* que fazia parte, já a segunda determina que esse fundador dissidente não poderá contratar o time atual em sua nova empresa.

É possível estabelecer também uma cláusula de *NDA* para disciplinar o dever de se manter o devido resguardo das informações caracterizadas como sigilosas transacionadas entre as partes, de forma a preservar informações estratégicas. A cláusula pode prever o sigilo de informações comerciais, da base de clientes, sobre uso de tecnologia, patentes em andamento, dentre outras inovações, que merecem a devida proteção.

A cláusula de arbitragem também é muito presente, pois se tornou grande aliada na solução de disputas empresariais, comerciais e societárias, tendo ainda maior relevância no ecossistema de inovação. A opção pela arbitragem é de fundamental importância pelos seus atributos de celeridade - permitindo que as decisões sejam céleres com ritmo o mais próximo possível do tempo que o mercado exige - e de confidencialidade - garantindo que aquele conflito não será publicizado.

Ademais a arbitragem confere mais uma vantagem essencial para o mercado de *startups* que é a especialidade, na medida em que confere às partes o direito de nomear árbitros com conhecimento especializado na área relevante para a disputa, o que conseqüentemente pode levar a decisões mais informadas e especializadas. A advogada Fernanda Cabral relata em sua entrevista que nesse mercado utilizam-se muitas estratégias novas e criativas para a produção de soluções jurídicas e não se sabe ainda como o judiciário brasileiro irá lidar com elas, sendo muito mais seguro o julgamento na arbitragem, pois existe uma tendência dessa jurisdição ser muito mais respeitosa a preservar à vontade expressa pelas partes no momento da produção do instrumento.

Por fim, aspectos de governança como direitos de participação em conselho, direito de voto afirmativo e veto, também são negociados com frequência no ecossistema de inovação brasileiro. A esse respeito, alerta-se que a negociação desse tipo de posição deve respeitar o momento e o estágio de maturidade da empresa, de forma que a estrutura de governança corporativa atue como um verdadeiro suporte ao desenvolvimento da *startup* e não um entrave ao seu crescimento.

Essa mesma premissa vale para todas as demais cláusulas citadas que podem ser inseridas na *side letter*, pois como estabelece Oliver Williamson, “O uso de uma estrutura complexa de governança para uma relação simples pode incorrer em custos desnecessários, e o uso de uma estrutura simples para uma transação complexa é um convite à tensão” (1979, p. 8).

4.3 DESAFIOS E OPORTUNIDADES DA UTILIZAÇÃO DO *SAFE* EM *STARTUPS* BRASILEIRAS DE ESTÁGIO INICIAL

Como evidenciado no primeiro capítulo de desenvolvimento do presente trabalho, o ecossistema de inovação no Brasil está em constante crescimento, e para que esse desenvolvimento seja potencializado, a escolha do instrumento adequado para a captação de investimentos é de fundamental importância. Assim, após apresentadas as características do *SAFE*, esse tópico cumprirá o papel de realizar uma análise crítica de viés prático para avaliar se é possível inserir o *SAFE* na prática contratual brasileira.

Para isso, nos próximos tópicos, serão analisadas as críticas feitas a esse instrumento contratual, pois, apesar das inúmeras vantagens, é preciso reconhecer suas desvantagens potenciais para que se possa lidar com elas da melhor maneira possível e assim encontrar estratégias para dirimi-las. Diante desse objetivo, serão também apresentadas as boas-práticas

de mercado para a mitigação de riscos, que atuam na harmonização de interesses de investidores e empreendedores, na busca de uma negociação eminentemente ganha-ganha, na qual os riscos e resultados são devidamente compartilhados.

4.3.1 Potenciais desvantagens e considerações críticas

O *SAFE*, assim como qualquer outro documento contratual, não é perfeito, sendo também dotado de desvantagens, as quais devem ser devidamente analisadas para que se encontre as melhores formas de mitigá-las.

A primeira das desvantagens levantada por profissionais do mercado diz respeito a aceitação por parte dos investidores, em razão de ser um documento relativamente novo, de forma que há pouco conhecimento a respeito de seu funcionamento, o que faz com que investidores mais tradicionais sejam pouco suscetíveis à sua utilização. Associado a isso, profissionais também alegam que, por ser ainda mais recente no Brasil, não há jurisprudência que traga uma maior segurança de sua utilização, ou seja, ainda não se sabe como será interpretado pelo sistema jurídico brasileiro.

A respeito de tais pontos, entende-se que a falta de familiaridade é uma consequência inerente a qualquer inovação, pois, quando surgem novos instrumentos contratuais, é normal existir um tempo de adaptação do mercado, necessário para a sua consolidação. Por outro lado, apesar de essa ser uma alegação válida em uma perspectiva individual, não pode ser considerado para descredibilizar esse instrumento contratual, na medida em que isso acontece com todos os novos contratos criados. O mesmo processo de aceitação ocorreu nos Estados Unidos, inicialmente, o *SAFE* era utilizado apenas na bolha do Vale do Silício, com o tempo, a partir de iniciativas de aceleradoras e empreendedores, ele foi se popularizando e se consolidou como o principal vetor de investimentos do país para *startups* em estágio inicial.

No tocante à aceitação pela jurisprudência, entende-se, que o aparato estatal infelizmente não é o mais capacitado para lidar com questões envolvendo o mercado de capitais, sobretudo quando se trata de iniciativas inovadoras. Por tal motivo, indica-se a opção pela arbitragem para que os profissionais julgadores sejam especialistas e possam utilizar do seu conhecimento das boas-práticas do mercado para dirimir conflitos e construir soluções coerentes para fundamentar as suas decisões.

Outra crítica ao *SAFE* reside no fato desse ser um contrato que não prevê a devolução do valor e nem a incidência de juros. Apesar de essa ser uma desvantagem a ser considerada pelo investidor, é uma dinâmica mais benéfica ao ecossistema e que se adapta às operações de

capital de risco, pois como o próprio nome afirma, é uma operação de risco, e, portanto, este deve ser compartilhado entre as partes.

É evidente que ter a segurança de receber de volta o valor investido é mais benéfico ao investidor, mas novamente convida-se a uma análise sistêmica e não eminentemente individual, pois essa distribuição desproporcional de riscos pode afetar todo ecossistema de inovação. Não há como o ecossistema de inovação prosperar quando todo o risco está centrado na parte eminentemente mais vulnerável, que é a *startup* em estágio inicial, sendo necessário para o seu desenvolvimento o compartilhamento de risco entre os agentes econômicos envolvidos e beneficiados com o seu sucesso.

Ademais, destaca-se que o *SAFE* também oferece vantagens aos investidores, as quais são mais congruentes ao investimento em *startups* de estágio inicial, como o *valuation cap*, que protege o investidor de diluições, e descontos que premiam os investidores que ingressaram no início da *startup*. Tais mecanismos de desconto e *cap* são tão eficientes e tão bem aceitos que, após a sua instituição pelo *SAFE*, passaram a ser incorporados em outros contratos de investimentos e são amplamente conhecidos no Brasil.

A Advogada Marcella Costa relata que tem visto muito os elementos do *SAFE* aplicados no mútuo conversível, como o desconto e o *valuation cap*. No entanto, a especialista acredita que essa é uma contradição e uma perda do conceito dos institutos, pois é contraditório oferecer um desconto e ao mesmo tempo garantir a devolução do valor, uma vez que o desconto é um prêmio que surge justamente para recompensar o investidor pelo risco compartilhado no início da *startup*.

Observa-se assim que estão se utilizando dos pontos benéficos do *SAFE*, sem que haja uma devida contrapartida à *startup*, criando-se assim contratos hiper protetivos aos investidores, alocando ainda mais os riscos às *startups*. A citada advogada menciona que tal cenário decorre de uma virada no mercado de investimento nos últimos dois anos, que diminuiu a liquidez de capital, fazendo com que os investidores se tornassem mais conservadores e exigentes, com maior rigor na avaliação e relutantes a retirar a devolução do valor, cabendo aos advogados proporem alternativas capazes de harmonizar os interesses, o que será mais bem apresentado no tópico seguinte.

A terceira crítica apresentada ao *SAFE* é a de que, pelo fato dele condicionar a conversão a eventos gatilho, como a venda ou a captação de um alto valor em uma rodada de investimento subsequente, seria possível que o investidor nunca viesse a ter a conversão ou retorno sobre o seu investimento, caso esses eventos não ocorressem. No entanto, é leviano dizer que no *SAFE* o investidor aloca seu capital em troca de uma "esperança" de um evento

de conversão, pois, para solucionar tal questão, a Advogada Luiza Berinson menciona em sua entrevista que é estabelecida uma previsão de um prazo limite para que seja feita uma nova rodada e, caso não seja realizada nesse período, é prevista uma forma de definição do *valuation* e do percentual de participação do investidor na empresa.

Pode ser justa a crítica de que o investidor não possui a certeza a respeito de quando se dará a próxima rodada de financiamento para que seja realizada a efetiva conversão do *SAFE* (Leal Passos, 2018, p. 44), entretanto, o ajuste feito é de que essa conversão seja feita em um momento adequado e oportuno para ambas as partes, sendo assim, mesmo que não se saiba a data exata, estipula-se que essa efetivação será feita no momento correto.

Mais um aspecto do *SAFE* que é visto com ressalvas, diz respeito a ser um documento para rodadas não precificadas, modalidade que ainda não é tão aceita no Brasil, ponto que foi relatado pelo Advogado Gustavo Sudbrack na entrevista realizada, ao afirmar que em seu escritório tem buscado propor negociações em que o valor é flutuante, mas que percebe que tanto investidores, quanto empreendedores ainda não estão preparados para lidar com uma operação de *valuation* variável. Ainda assim, acredita-se que essa forma de operação se torne cada vez mais presente no mercado brasileiro, sendo uma questão de tempo para adaptação, pois traz vantagens ao investidor e é mais congruente às *startups* em estágio inicial.

Esse é o entendimento da Y Combinator, que, a partir da vasta experiência de mais de uma década aplicando o *SAFE* com seus negócios acelerados e *feedbacks* colhidos com *startups*, investidores, advogados e contadores, declara que esse instrumento, apesar de não ser aderente a todos os contextos de captação de investimentos, se porta como um contrato capaz de cobrir os problemas mais pertinentes e comuns no que tange às relações de investimentos, ao promover o equilíbrio entre a simplicidade e a abrangência.

Por esse motivo, mesmo diante de tais potenciais desvantagens, vislumbra-se que esta é a atual modalidade contratual que melhor contempla o ecossistema de inovação, sobretudo no que tange às *startups* em estágio inicial, como demonstrado ao longo de todo esse capítulo. Assim sendo, diante do cenário descrito, a ciência jurídica tem o papel de compatibilizar interesses e indicar a utilização de cada modalidade contratual de acordo com o estágio, a maturidade, os objetivos e o perfil, tanto da *startup*, quanto do investidor, cabendo ao fundador compreender que os institutos jurídicos subsistem para lhe trazer proteção e não entraves, e do outro lado, o investidor sempre compreender a necessidade da avaliação de riscos para um aporte de capital mais seguro (Feigelson; Fonseca; Nybo, 2018, p.5).

Nesse sentido, especialistas como Saulo Michiles e Gustavo Ahrends advogam em prol da criação de um “*SAFE* à brasileira”, um documento com o mesmo espírito e previsões

contratuais para que possa substituir o mútuo conversível. Diante de tal clamor, em 2023, foi lançado o MISTO (Investimento Simplificado com Termos Otimizados) pela Latitud, os escritórios Pinheiro Neto, BZCP e o escritório americano Gunderson Dettmer, com processo de confecção realizado com apoio da ABSTARTUPS e do SEBRAE.

A Latitud define o MISTO como sendo um instrumento de captação *open source* feito sob medida para o ecossistema empreendedor brasileiro e cumpre um importante papel de tentar importar as qualidades e boas-práticas do *SAFE* para um documento local. Esse instrumento se aproxima do *SAFE*, na medida em que possui cláusulas padrão, que diminuem as negociações e custos jurídicos, além de contemplar mecanismo de desconto e remover o acúmulo de juros, sendo um documento relativamente enxuto, com 9 páginas (Anexo 3).

No entanto, o MISTO ainda é um instrumento de dívida por meio do qual um investidor empresta fundos a uma empresa em troca do direito de receber ações da empresa ou o reembolso do valor. Segundo seus criadores, apesar do Código Civil permitir a utilização de contratos atípicos, ainda é um desafio a utilização de um contrato como o *SAFE* no Brasil, pois há a possibilidade deste instrumento ser considerado um AFAC (Adiantamento para Futuro Aumento de Capital), o que levaria aos "investidores poderem ser considerados proprietários reais (sócios) da *startup*, criando uma exposição legal indesejada" (Latitud, 2023, p. 4).

Tal possibilidade, entretanto, é muitíssimo remota, uma vez que, além do Código Civil, o Marco Legal das Startups, a legislação específica sobre a matéria, autoriza expressamente a utilização de contratos atípicos para a formalização das operações de investimento e afasta completamente a insegurança do investidor frente a uma possível responsabilização como sócio, entendimento que pode ser cristalinamente extraído de seu art. 5º, parágrafo 1º, inciso VII, e parágrafo 2º. Ademais, destaca-se que a Bossa Invest, o *venture capital* mais ativo da América Latina, especialista em *early stage*, utiliza-se de contrato atípico sem dívida apelidado de "Título" para formalizar suas operações de investimento.

De qualquer modo, reconhece-se que o MISTO é um grande avanço para o ecossistema do empreendedorismo inovador brasileiro e cumpre com seus objetivos de ser um instrumento contratual enxuto e com maior facilidade de utilização - tendo produzido inclusive ótimo documento explicativo com dúvidas frequentes e direcionamento de utilização -, no entanto, ainda foi conservador ao manter a possibilidade de devolução do valor. Dessa forma, apesar desse contrato ter evoluído a prática contratual de investimentos no Brasil, ainda é insuficiente para contemplar todas as necessidades das *startups* em estágio inicial e afastar os riscos provenientes de um contrato de dívida.

4.3.2 Boas-práticas de mitigação de riscos e de harmonização de interesses

Diante de tais constatações, reconhecendo os diversos desafios de ordem jurídica e negocial que envolvem a utilização de um contrato atípico como o *SAFE*, nesse tópico serão apresentadas boas-práticas de mercado para a mitigação de riscos, que sejam capazes de promover uma harmonização de interesses entre investidores e empreendedores. A partir desse conteúdo, será possível verificar o verdadeiro papel dos advogados que atuam no ecossistema de *startups*, aos quais cabe a criação de soluções jurídicas inovadoras e eficientes para contemplar as necessidades de um ambiente volátil e flexível, mas que demanda invariavelmente a necessidade de segurança jurídica.

Primeiro, tratando-se de boas práticas pré-contratuais, é indicado por especialistas a realização de um chamado "*Handshake Agreement*", que em tradução literal é um "Acordo de aperto de mão", que simboliza o aceite de um acordo ainda não formalizado entre investidor e *startup*. Essa é uma prática importada do Vale do Silício⁶ que se popularizou em outros ecossistemas de inovação, a qual consiste em um pré-alinhamento, uma espécie de compromisso não vinculante que ocorre em momento anterior à transação propriamente dita, que é quando documentos mais robustos são efetivamente assinados e o capital é investido.

Sua incidência é bastante recorrente no universo de *startups*, pois se adequa à sua natureza colaborativa, ágil e por vezes informal (Cytowski, 2021), tendo como ganho o estabelecimento de um alinhamento efetivo e um compromisso "moral" para prosseguir com a negociação, antes de investir tempo na produção de documentos, além de ser utilizado para comunicar a outros *venture capitalists* (VCs) sobre o avanço de suas negociações, tornando a rodada mais competitiva e incentivando o movimento dos *players*. Segundo Bruno Yoshimura (2020), *partner* na ONEVC, a boa prática de mercado é ter um alinhamento prévio por telefone ou em reunião virtual para alinhar e explicar o conteúdo do *Handshake Agreement* e depois enviar um *email* com todos os pontos resumidamente.

Esse *email* segue o passo a passo criado pela Y Combinator, o chamado *Handshake Deal Protocol*, o qual possui uma grande aderência no ecossistema de *startups*, funcionando da seguinte forma: após essa ligação/reunião virtual em que a oferta e seus principais termos são apresentados, a *startup* envia um *email* ao investidor com o seguinte conteúdo:

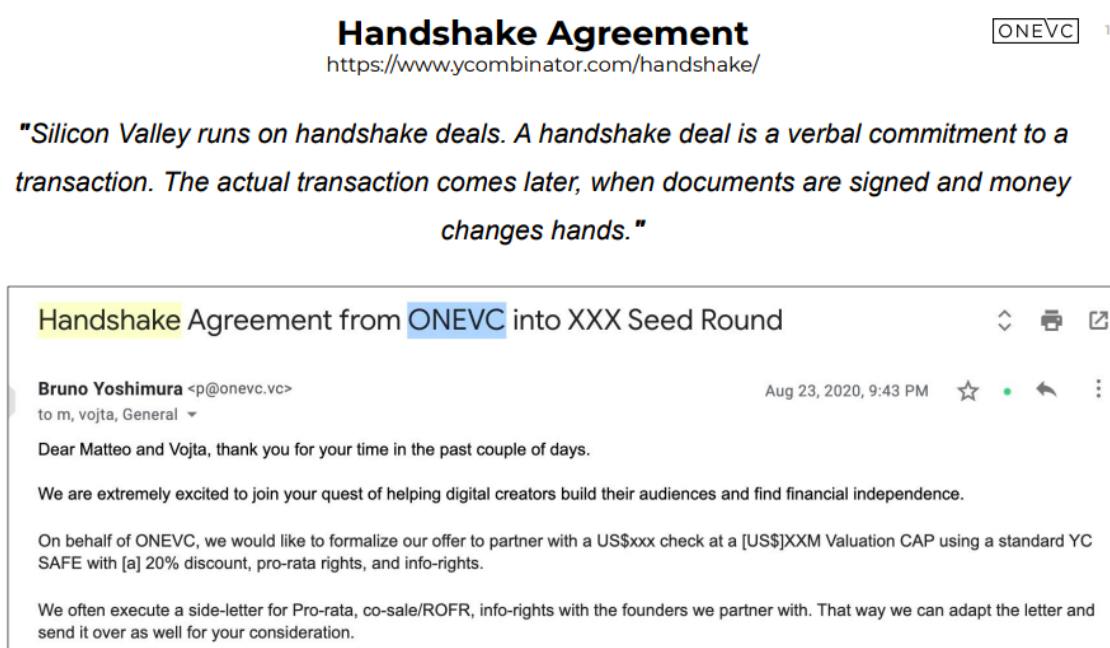
Isto é para confirmar que você aceita [oferta]. Esta oferta é válida por 48 horas, por favor confirme a aceitação. Você concorda em financiar seu investimento

⁶ "O Vale do Silício funciona com basa em acordos de aperto de mão" (Y Combinator, 2023)

no prazo máximo de 10 dias úteis a partir da data de aceitação desta oferta (Y Combinator, 2013).

E a esse *email* o investidor deve responder e confirmar o aceite da oferta e assim estará feito um "Acordo de aperto de mãos", como uma evolução aos acordos meramente verbais. É válido citar que não necessariamente é a *startup* que é a remetente do *email*, é possível que o investidor que realize o envio de acordo com o protocolo e que a *startup* seja o destinatário que deverá expressar o seu aceite, procedimento adotado no ONEVC, como no exemplo de *email* real utilizado em com uma negociação com *founders*:

Figura 3 - Handshake Agreement Email ONEVC



Fonte: Yoshimura, 2020.

Além do *HandShake Agreement*, outra espécie contratual bastante conhecida no mundo das *startups* é o *Term Sheet*, o qual é mais comumente utilizado no ecossistema americano apenas em *equity rounds* - os quais costumam ocorrer a partir da *Series A* - sendo o *HandShake Agreement* mais comum em rodadas *seed* e *pré-seed* (Yoshimura, 2020). No entanto, devido a sua presença no ecossistema de *startups*, inclusive o Brasil, o *Term Sheet* também merece as devidas considerações na presente pesquisa.

O propósito do *Term Sheet* é muito similar ao documento anterior, ele objetiva um alinhamento entre as partes a respeito dos termos da negociação e uma confirmação para avançar no processo de investimento, no entanto, o *Term Sheet* é mais robusto, sendo de fato

um contrato que costuma ter de duas a três páginas, nas quais se estabelecem as principais condições a serem negociadas. A principal diferença é que o *Term Sheet* pode estar associado a um compromisso vinculante condicional, em razão do qual as partes concordam em prosseguir com o investimento, após uma *due diligence* bem-sucedida.

Nesse sentido, esse é um documento por vezes problematizado no mercado, pois, ao associar essa vinculação ao resultado de uma auditoria bem-sucedida a exclusivo critério do fundo/investidor, faz com que essa vinculação pareça ser apenas em relação à *startup*. Para evitar esse tipo de situação, deve-se estipular termos mais objetivos sobre as possibilidades de rompimento do acordo para limitar essa liberdade do fundo (Bronstein, 2020). Além da vinculação, é possível também estabelecer a exclusividade, o que significa dizer, que por tempo determinado as partes ficam impedidas de negociarem outras ofertas com terceiros, sendo previsão mais rara que a vinculação, sobretudo em *startups* em estágios iniciais.

Ainda nas boas práticas pré-contratuais, faz-se importante apresentar a já mencionada *side letter*, que tem papel muito interessante quando combinada com o *SAFE*, uma vez que um dos desafios da utilização do *SAFE* é a sua natureza enxuta, que por vezes pode não contemplar alguma previsão indispensável para aquela transação. Assim, diante desse cenário, a *Side Letter* pode ser utilizada pelas partes para ter uma flexibilidade adicional, podendo ajustar certos termos ou condições sem a necessidade de alterar o contrato principal, contribuindo para uma maior agilidade de fechamento na rodada.

Em sua entrevista, a Advogada Luiza Berinson destacou a importância da *Side Letter*, enquanto um documento que permite que se individualize as negociações, permitindo que a rodada seja mais rápida, sem a necessidade de perder tempo tentando harmonizar interesses de vários investidores ao mesmo tempo. Assim, o *SAFE* pode ser utilizado para uma rodada completa, com os mesmos termos para todos os investidores participantes, e termos adicionais referentes a investidores específicos podem ser discutidos em um documento a parte como a *Side Letter*.

A referida advogada ainda acrescenta que, em determinados casos, os investidores podem assinar o *SAFE* até mesmo antes de assinar a *Side Letter*, numa demonstração de como esses documentos combinados contribuem para uma prática comercial eficiente e ágil, como demanda o ecossistema de inovação. Cumpre mencionar que a *Side Letter*, diferentemente dos documentos citados anteriormente, é sempre vinculante, devendo ser interpretado em conjunto com o contrato principal.

No que tange a proporcionar segurança aos investidores, uma outra boa prática é estabelecer eventos para o pagamento antecipado do valor em dinheiro. Ainda que não se trate

de título de dívida como o mútuo, que permite a devolução irrestrita do valor investido (emprestado), é possível estabelecer cláusulas que permitam a solicitação da devolução do valor por parte do investidor. Nesses casos, a devolução do valor se encontra condicionada a alguma violação contratual grave.

Um exemplo que podem ser elencado é o desvio de finalidade no uso do valor investido, situação em que o *founder* utiliza o valor do investimento recebido em proveito próprio e não em benefício da empresa, não só deixando de seguir o estabelecido no plano de investimento, como usurpando por completo a sua finalidade. Apesar de incomuns, situações como essa podem ocorrer e certamente afligem o investidor, ainda mais por se tratar de negociações de alto valor, o que torna uma cláusula como essa essencial para resguardar o investidor de um eventual empreendedor de má-fé.

Essa é uma estratégia que harmoniza perfeitamente os interesses das partes, mitigando os riscos para ambos envolvidos, pois, se deixasse a possibilidade de devolução do valor por mera liberalidade do investidor (como é feito no mútuo), resultaria em um ônus muito grande para a *startup*, que seria muito prejudicada diante da execução desse direito; por outro lado, se retirasse do investidor qualquer possibilidade de ter o seu dinheiro devolvido, também o colocaria em posição de eminente insegurança. Ao prever uma cláusula de evento de devolução em dinheiro se distribuem os riscos de forma muito mais equitativa, justa e condizente com a operação realizada.

Ademais, para resguardar o investidor dos riscos econômicos - inerentes a qualquer operação de capital de risco - é preciso que este crie uma estratégia de investimento diversificado, na qual o utilize seu orçamento de forma estratégica e fracionada, selecionando um número razoável de *startups* promissoras para investir, de maneira que o sucesso de uma possa compensar potencial insucesso das demais. Essa é uma recomendação para novos investidores e investidores pessoa-física, pois essa premissa básica de investimentos tradicionais já é amplamente utilizada por fundos de investimentos, sendo essa a estratégia que os mantém sustentáveis e lucrativos.

Por fim, no que tange a questões pós-contratuais, é preciso levantar a bandeira de uma governança corporativa adequada ao estágio de desenvolvimento da *startup*, recomendação essa feita pelo próprio IBGE em sua cartilha “Governança Corporativa para Startups e Scale-ups”, na qual indica aspectos de governança essenciais para cada fase de maturidade da *startup*, de forma a construir um suporte à organização e não um entrave ao seu crescimento. Pensando nisso, a relação entre investidor para com a *startup* deve ser de suporte, já dá *startup* para com o investidor deve ser de transparência, isso tudo sendo exercido na justa medida.

Nesse sentido, o investidor deve considerar não incluir rol extenso de hipóteses que demandem voto afirmativo, pois tal previsão poderá engessar e muito a operação da *startup*, devendo tal poder político ser utilizado em hipóteses de grande relevância, como tomada de empréstimo (vedação ao endividamento) e alteração de objetivo social (em respeito à tese de investimento do fundo/investidor), dentre outras.

Além disso, a própria exigência da criação de um conselho de administração para que se garanta a sua cadeira pode ser considerado excessivamente oneroso e prejudicial à *startup*, que ainda não demanda tal organização política. O mais indicado em negociações de *seed* e *pré-seed* é sugerir no máximo a criação de um conselho consultivo, que permita o investidor se fazer presente, impulsionando a *startup* e não engessando.

Com essas estratégias mencionadas é possível construir uma relação de investimento justa, harmoniosa e promissora, na qual investidor e empreendedor se sentem seguros, contemplados e criam laços de colaboração e confiança. O resultado é o alcance do objetivo primordial almejado por todos os envolvidos, que é o sucesso da empresa, por isso o foco de toda cláusula, de cada documento, de cada exigência em operação de investimento deve ser tornar a *startup* sustentável e lucrativa.

4.3.3 Aspectos extracontratuais que impactam na aderência ao SAFE

Apesar de todas as boas práticas apresentadas, ainda tem muito o que ser feito para que o ecossistema de *startups* brasileiro se torne mais maduro e bem desenvolvido, fazendo com que documentos como o *SAFE* sejam mais aceitos e utilizados no país, proporcionando um ambiente de inovação ainda mais fértil. Isso porque, estratégias jurídicas como essas não são capazes, por si só, de alterar esse cenário, uma vez que, apesar de contratos como o *SAFE* serem de fato instrumentos mais adequados para a captação de investimento em *early stage*, as barreiras que impedem a utilização de instrumentos mais flexíveis, inovadores e *startup-friendly* são de natureza eminentemente culturais, mercadológicas, políticas e econômicas, as quais serão analisadas neste tópico.

No que tange às questões culturais é possível notar que ainda existe uma falta de conhecimento sobre instrumentos contratuais inovadores como o *SAFE*, o que é um obstáculo significativo para a sua adoção. Devido a essa compreensão limitada sobre a sua dinâmica de utilização, tanto por parte de advogados, quanto de investidores, a sua adoção se torna ainda mais difícil, pois a falta de familiaridade pode gerar insegurança, fazendo com que se opte por uma abordagem mais conservadora, preferindo a utilização um documento mais comum do que

investigar novas alternativas já validadas, as quais seriam capazes de proporcionar um melhor resultado da operação.

Com esse distanciamento das partes envolvidas, perde-se a oportunidade delas se debruçarem sobre a estrutura do *SAFE* e descobrirem, assim como foi descoberto nessa pesquisa, todas as seus ganhos e vantagens para ambos os lados. Por vezes, instrumentos inovadores são recusados em uma mesa de negociação sem que ao menos tenham sido devidamente avaliados, impedindo o ecossistema de inovação evoluir. Assim, para superar esse "conservadorismo", é preciso levar informação de qualidade e capacitação para os profissionais do ambiente de inovação, para possam conhecer o *SAFE*, suas formas de aplicação, casos de sucesso de uso, documentos auxiliares, entre outros direcionamentos relevantes que façam os advogados estarem mais capacitados e investidores mais seguros.

No entanto, não é só a falta de conhecimento que tende a deixar os investidores mais cautelosos, há pouco mais de dois anos, ocorreu uma nítida virada de jogo no universo de *startups*, decorrente de uma significativa diminuição da liquidez e volume de capital nesse mercado, diminuindo a flexibilidade dos investidores. A respeito desse cenário, a Advogada Marcella Costa avalia que hoje existe um rigor muito maior na avaliação dos investidores, de modo que questões mais inovadoras estão mais difíceis de serem negociadas

Como pontuado pela referida advogada em sua entrevista, "o investidor está achando que o *founder* está precisando muito mais dele do que o contrário", e isso vem fazendo com que toda a negociação esteja nas mãos do investidor, pois como pontuou a Advogada Luiza Berinson em sua entrevista, "As *startups* aceitam tudo, são muito vulneráveis, é o sonho daquelas pessoas que está em jogo". Assim, em um cenário de discrepância de forças, por vezes, erroneamente, os investidores pensam apenas em si, e não no melhor para operação, estratégia completamente equivocada, pois pressionar os *founders* é prejudicial para o que ele mais deseja: o sucesso da *startup*.

Para tentar coibir eventuais práticas desmedidas de investidores, é muito importante também levar educação aos fundadores, para que possam ter mais consciência do que estão assinando e estarem mais preparados para enfrentar as mesas de negociação. Além disso, a Advogada Marcella Costa destaca que é muito importante fortalecer as redes de conexões entre eles, para que possam compartilhar experiências a respeito do relacionamento com investidores, assim os investidores que adotarem práticas abusivas ou descabidas serão malvistas pelo mercado e não conseguirão mais fechar negócios.

É evidente que na prática é imensamente difícil uma *startup* recusar uma oferta de investimento, pois conseguir o seu "sim" não é uma tarefa fácil, ainda mais atualmente após

essa queda no mercado de investimentos. Dessa forma, ainda que tenha consciência daquele não ser o melhor negócio, o seu poder de barganha é muito baixo, pois a empresa se vê em um cenário de escassez de oportunidades.

A partir desse entendimento, é cristalino que mesmo com todos os esforços culturais e educacionais, se não tiver mais dinheiro circulando nesse mercado, as *startups* nunca terão condições de negociarem com seus investidores, pois toda oferta parecerá que é única e a última. Mesmo com o crescimento nos últimos anos, ainda existem poucos players participando desse mercado, fazendo com que as empresas aceitem investimentos a qualquer custo.

Com a consciência de que é o dinheiro - ou ao menos a disponibilidade dele - que gera nas *startups* a segurança para negociarem termos mais equilibrados, o Estado possui papel essencial em financiar essas iniciativas inovadoras para trazer-lhes o mínimo de sustentação para que iniciem sua jornada empreendedora. É preciso ampliar os projetos que promovam incubação/aceleração⁷ e que concedam premiações em dinheiro na modalidade *equity free*, ou seja, sem a necessidade da startup conceder participação social em contrapartida. Nesse sentido, a Advogada Camila Telles diz notar que os *founders* estão buscando cada vez mais alternativas como essas para angariar capital sem alterar o *captable* e só ir a mercado quando precisam de investimentos mais robustos.

Esse capital inicial não só gera mais segurança para a *startup*, como também para os investidores, pois, ao contrário do ecossistema americano, no Brasil, para conseguir investimento "em um *powerpoint*"⁸ é algo praticamente exclusivo dos chamados *second-time founders*⁹, sendo muito difícil que a *startup* receba um aporte sem que ainda tenha iniciado ao menos a validação do seu produto, de forma que esse investimento estatal termina por permitir que a empresa avance nas suas estratégias e esteja mais preparada para aspirar confiança dos *venture capitalists*.

A cautela dos investidores não é infundada, pois, apesar do promissor ambiente de inovação no Brasil, há ainda um número muito limitado de *startups* bem-sucedidas que trouxeram retornos expressivos para os investidores, a notar pelo número de unicórnios e *IPOs* realizados se comparado com outros ecossistemas mais robustos. A inovação no Brasil ainda não é capaz de gerar confiança de grandes investidores, de forma que é baixa a quantidade de

⁷ A diferença entre um processo de incubação e de aceleração é que no primeiro disponibiliza-se as condições favoráveis para a estruturação de uma ideia, enquanto na segunda trabalha com operações já em etapa de crescimento, quando o foco é gerar lucro (SEBRAE MINAS, 2021)

⁸ Jargão utilizado para dizer que o investimento foi feito em etapa de ideação do negócio.

⁹ A expressão "*second-time founders*" é utilizada para designar aqueles empreendedores que já passaram por todas as etapas da jornada com sua startup anterior, normalmente com uma venda bem-sucedida, e agora retornam ao início com outro negócio.

capital disponível para esse tipo de negócio em fases iniciais, pois, como observado pelo Advogado Gustavo Sudbrack em sua entrevista, os grandes detentores de capital do país ainda investem muito mais em setores tradicionais, como agropecuária, cervejaria e indústria, participando de negócios de inovação apenas em rodadas mais avançadas.

Por isso, ao analisar a adoção dos instrumentos contratuais é preciso entender quem são esses *venture capitalists* que investem em *startups* em estágio inicial no Brasil, os quais, de maneira geral, ainda são pequenos, se comparado a outros mercados, como mencionado acima. De forma que, o "dono do dinheiro" no *early stage*, por vezes não é ainda alguém com tanta capacidade financeira assim.

Esse é o atendimento do Advogado Gustavo Sudbrack, o qual argumenta que no *early stage* tem pouco cheque e poucos investidores com expressivas condições financeira, segundo o referido advogado, o investidor atual que está atuando nas séries iniciais ainda vive em uma lógica de escassez, por isso também ainda tem muito receio de comprar determinados riscos e utilizar termos mais flexíveis. Por isso, ao analisar a adoção dos instrumentos contratuais é preciso entender quem são esses *venture capitalists* que investem em *startups* em estágio inicial no Brasil, os quais, de maneira geral, ainda são pequenos, se comparado a outros mercados.

É preciso que novamente o Estado atue para proporcionar, ao mesmo tempo, uma maior segurança ao investidor de pequeno e médio porte e um maior incentivo ao investidor de grande porte. A citar que seria possível oferecer ao investidor de pequeno porte compensação tributária dos investimentos feitos em *startups* bem-sucedidas em relação aos que deram prejuízo, ação que se encontrava presente no artigo 7º do Marco Legal das Startups, mas foi vetada. Esse veto que manteve o desequilíbrio no tratamento do investimento em *startups* em relação a outros investimentos, inclusive de menor risco, que possuem compensação e até mesmo isenção, fazendo com que haja um desestímulo a essa modalidade (ABSTARTUPS, 2021).

Assim como essa, diversas ações poderiam ser adotadas, como a flexibilização das normas da CVM para investimentos de baixo valor (para não onerar as obrigações da *startup*), desburocratização dos investimentos de CVC, incentivos fiscais para investimentos direcionados a *startups* de impacto ambiental, facilitação à proteção da propriedade intelectual e até mesmo programas de investimento compartilhado (estatal e privado) para P&D. Isso tudo associado a programas de fomento e ao desenvolvimento de estruturas para trabalho e capacitação, como incubadoras e aceleradoras, ambientes citados pelo Advogado Marcus Seixas como essenciais para o amadurecimento das *startups*, de modo que essas ações de fomento devem ser consideradas políticas públicas prioritárias.

Diante das conjunturas apresentadas, é evidente que, para a adoção de contratos atípicos como o *SAFE*, é preciso que todos esses aspectos sejam trabalhados simultaneamente, pois ao mesmo tempo em que o *SAFE* ajuda o ecossistema de *startups* brasileiro a se desenvolver melhor, um ecossistema mais bem desenvolvido é mais propenso a adotá-lo como principal vetor de investimentos.

5 CONCLUSÃO

As discussões e análises propostas neste estudo promoveram uma imersão no ecossistema de *startup* e no mercado de *venture capital* brasileiro, visando não somente avaliar os modelos contratuais disponíveis, mas também promover *insights* que permitam o aprimoramento de tais instrumentos, por meio do diálogo entre a teoria jurídica e a prática contratual. Seu alcance transcende a esfera do Direito, as descobertas apresentadas na pesquisa são fonte para relações negociais mais equitativas e sustentáveis, que permitirão o impulsionamento das iniciativas inovadoras no país.

Essa jornada de descobertas inicia-se no segundo capítulo, no qual se buscou trazer uma compreensão aprofundada sobre o ecossistema de *startups* no Brasil, retratando as particularidades dessas iniciativas, destacando seus diferentes estágios de maturidade e modalidades de investimentos, aspectos fundamentais para compreender a dinâmica do ambiente de inovação. Além disso, analisou-se a importância do empreendedorismo inovador para o desenvolvimento econômico, tecnológico e social do país, evidenciando o potencial produtivo desse setor, o qual pode e deve ser mais bem explorado, com fomento da iniciativa pública e privada.

Ainda no referido capítulo, é ressaltada a necessidade de encontrar sinergia entre a regulamentação e a cultura empreendedora, pois constatou-se que o ambiente regulatório possui grande impacto no (in)sucesso dos negócios. Sobre esse aspecto é enfatizada a liberdade contratual como um pressuposto indispensável para promover a inovação, a partir de uma análise a respeito da sua relação com os contratos atípicos, analisando aspectos da prática contratual, com objetivo de desvelar a intrínseca relação entre o desenvolvimento econômico e a liberdade de contratar.

No capítulo três, é feito um convite para que as estruturas contratuais existentes no Brasil sejam revisitadas para o melhor impulsionamento do ecossistema, de forma que é feita uma análise das figuras contratuais para investimentos em *startups* tipicamente previstas no Marco Legal, como o contrato de subscrição ou compra de ações, a sociedade em conta de participação, as debêntures conversíveis e o contrato de investimento anjo, com ênfase no contrato de mútuo conversível, evidenciado na literatura e nas entrevistas como o mais utilizado nesse tipo de operação. Destaca-se a incompatibilidade desse instrumento com as *startups* em estágio inicial, demonstrando falhas e lacunas por ele deixadas, a citar a incidência de juros, tributação desvantajosa, a imprecisão no cálculo de *valuation* precoce e a natureza de dívida.

No quarto capítulo, é apresentado o *Simple Agreement for Future Equity (SAFE)* como uma alternativa frente às lacunas deixadas pelo mútuo conversível, sendo construído contrapontos que demonstram como esse instrumento contratual, consolidado na prática norte americana, surgiu para suprir as particularidades não atendidas pelas *convertible notes* (mútuo americano). Somado a isso é feita uma descrição das suas principais cláusulas, bem como são elencadas práticas para a harmonização de interesses entre investidor e investida.

Desse modo, o presente trabalho realizou uma investigação acerca da utilização de instrumentos atípicos para o investimento em *startups* de estágio inicial, tratando a respeito do *SAFE* frente ao mútuo conversível, por meio da realização de uma análise comparativa, a qual possibilitou questionar o “*status quo*” do mercado de *venture capital* brasileiro, reconhecendo as lacunas e falhas existentes no mútuo conversível. Frente a esses problemas, buscou-se encontrar uma alternativa jurídica capaz de supri-los, de maneira que fosse aderente às particularidades das *startups early stage*.

Constatou-se que, por vezes, o mútuo conversível é utilizado tão somente por já ser uma espécie de "padrão" de mercado, o que não é um motivo inadequado para a escolha de um instrumento, no entanto, esse fator não pode impedir o progresso da prática contratual, devendo estar associado a uma busca ativa de aprimoramento. O reconhecimento das lacunas do modelo de mútuo foi justamente o que há 10 anos levou o ecossistema de *startups* estadunidense a evoluir e desenvolver o *SAFE*, tornando-o o novo padrão do mercado de investimentos, evolução que se acredita irá acontecer muito em breve no Brasil, com a qual este trabalho objetiva contribuir.

A maneira que foi conduzida essa pesquisa permitiu o alcance do objetivo geral de estudar o papel fundamental do Direito como um propulsor do desenvolvimento econômico nacional, buscando soluções jurídicas que promovam um ambiente próspero para a inovação, com enfoque à captação de investimentos, bem como os objetivos específicos, de compreender as vantagens da adoção do *SAFE* frente ao mútuo conversível e de explorar boas práticas nacionais e internacionais que podem ser adotadas para impulsionar os investimentos em *startups*. O trabalho confirmou a hipótese de que o *SAFE* é capaz de atingir os objetivos pretendidos no Brasil, pela sua evidente congruência às necessidades das *startups early stage* e a autorização expressa no ordenamento para sua utilização.

No que tange a possibilidade do *SAFE* se estabelecer como o principal instrumento jurídico em operações de *venture capital*, confirmou-se em parte, pois não restam dúvidas de que o mercado brasileiro deve acompanhar a evolução do mercado estadunidense e incorporar cada vez mais características desse instrumento, sendo esse um avanço necessário para o

melhor desenvolvimento do ecossistema de inovação. No entanto, acredita-se ser importante o desenvolvimento de uma versão do "SAFE à brasileira" para garantir um instrumento verdadeiramente "pronto para uso" com uma adequação mais exata do documento ao contexto brasileiro, assim como a própria Y Combinator criou versões adaptadas do *SAFE* para o Canadá, Cayman e Singapura.

Iniciativas como a da Latitud para a criação do MISTO (Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados) caminham no sentido correto para uma maior padronização e adequação dos instrumentos contratuais do país, no entanto, este ainda não é a melhor versão de um documento para a captação de investimentos em *startups* de estágio inicial. Apesar de terem trazido características do *SAFE* como o *discount*, *valuation cap* e a ausência de juros, o contrato ainda manteve a essência de empréstimo, o que é deveras prejudicial para a *startup*, como demonstrado no presente trabalho.

Espera-se que essa iniciativa incentive outros agentes do mercado a aperfeiçoarem tal instrumento para que se chegue o mais perto possível do verdadeiro *SAFE*, pois restou demonstrado que ele é revestido de um verdadeiro espírito pró-inovação e pró-*startup*, tendo sido desenvolvido especialmente para as empresas em estágio inicial, com o condão de impulsionar o ecossistema brasileiro de *venture capital*, sendo o tipo de instrumento mais adequado para uma eficiente e segura captação de recursos para *startups early stage* no Brasil. Reconhece-se também que para a sua implementação existem desafios extracontratuais a serem superados, que vão desde a educação de *founders*, investidores e advogados, à promoção de políticas públicas de fomento.

Ademais, no tocante aos instrumentos de coleta dos dados avalia-se que foram adequados e complementares, enriquecendo a pesquisa, sendo capazes de promover o diálogo entre a teoria jurídica e a prática contratual, essencial quando se trata de temas inovadores. No entanto, faz-se necessário reconhecer limites do presente estudo, dentre eles a escassez de obras jurídicas robustas sobre a temática no Brasil, obstáculo que buscou-se superar com uma curadoria de artigos, teses, pesquisas e guias jurídicos e econômicos, inclusive internacionais.

Por fim, acredita-se que as entrevistas do presente trabalho cumpriram com o papel de permitir uma imersão nas dinâmicas do mercado, compreensão que pode ser reforçada por uma análise quantitativa, permitindo uma compreensão ainda maior dos desafios e oportunidades desse ecossistema. Assim, como recomendação para próximas pesquisas, sugere-se a utilização de uma base de participantes mais extensa que permita também uma avaliação quantitativa, por meio da identificação mais precisa de padrões, tendências e variações de comportamentos, a respeito da utilização dos instrumentos contratuais.

REFERÊNCIAS

ABVCAP, Associação Brasileira de Venture Capital. **Pesquisa de Corporate Venture Capital**. Brasil, 2021. Disponível em <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5191.pdf>. Acesso em: 11 jan. de 2023.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio jurídico sobre o regime das debêntures**. 2014. 279f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf. Acesso em: 14 maio 2023.

ANJOS DO BRASIL. **Captação de investimento-anjo: processos e desafios para uma captação assertivas e estruturada**. 2022. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/ebook.html>. Acesso em: 14 mai. 2023.

ANJOS DO BRASIL; GRANT THORNTON. O estímulo como ferramenta para o fomento do investimento em startups: o caso do investimento anjo. 2017. **Anjos do Brasil**, 2017. Disponível em: https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/estudo_sobre_estimulo_para_investimento_em_startups_-_anjós_do_brasil_e_grant_thornton.pdf Acesso em: 31 abr. 2023.

ARTEMISIA. O que é bootstrapping? **Artemisia Brasil**, 2017. Disponível em: <https://artemisiabrasil.medium.com/o-que-%C3%A9-bootstrapping-901288395a27?>. Acesso em: 11 mai. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITALIS. **Guia de debêntures: área de estudos regulatórios**. 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/6B/90/A3/0C/20C39510C033929568A80AC2/Guia-atualizacao-debentures.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITALIS; ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS. **O que são debêntures**. 2018. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382635/mod_resource/content/1/Cartilha_Debentures.pdf. Acesso em: 14 mai. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Carta aberta da ABSTARTUPS sobre alterações importantes no Marco Legal das Startups**. 01 dez. 2021. Disponível em: https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/12/Carta-Aberta-da-Abststartups-sobre-o-veto-25_2021-referente-ao-Art.-7-do-Marco-Legal-das-Startups-.pdf. Acesso em: 5 dez 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Fases de uma startup: o que caracteriza cada etapa**. 01 mar. 2019. Disponível em: <https://abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/>. Acesso em: 05 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Guia do Marco Legal das Startups**. 04 ago. 2021. Disponível em: <https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/08/Guia-Marco-Legal-Startups.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS; DELOITTE. **Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups 2022**. 5 ed. 2023. Disponível em: <https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2023/01/Mapeamento-de-Startups-Brasil-2022.pdf> Acesso em: 11 fev. 2023.

ÁVILA, Humberto. **Segurança jurídica**: entre permanência, mudança e realização no Direito Tributado. São Paulo: Editora Malheiros, 2011.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Curso de Direito Civil**: contratos típicos e atípicos. Vol. 4. 4 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2019.

BAPTISTA LUZ. SAFE Brasil – mútuo conversível. **Baptista Luz**, 2017. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel/>. Acesso em: 11 ago. 2023.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **The startup owner's manual**: the step-by-step guide for building a great company. California: K&S Ranch Publishing Division, 2012.

BOSSA INVEST. Por que é importante estimar o valor da sua startup? **Bossa Invest Blog**, 25 nov. 2021. Disponível em: <https://bossainvest.com/por-que-e-importante-estimar-o-valor-da-startup/>. Acesso em: 14 ago. 2023.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF, 05 out. 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 11 fev. 2023.

BRASIL. Congresso Nacional. Projeto de Lei Complementar nº 146/2019. **Diário Oficial Legislativo**, Brasília, DF, 2019. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/materias-bicameras/-/ver/plp-146-2019>. Acesso em: 31 mai. 2023.

BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 1 de Junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 01 jun. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 11 fev. 2023.

BRASIL. Lei nº 10.406, De 10 De Janeiro De 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 11 fev. 2023.

BRITO, Rodrigo Toscano de. **Equivalência material dos contratos**. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.

ASCARELLI, Túllio. **O problema das sociedades anônimas e direito comparado**. Vol. 1. 1 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 1945.

CANTALI, Rodrigo Ustárroz. Saída conjunta da participação societária: entre voluntarismo e compulsoriedade em cláusulas de compra e venda conjunta de ações. **Revista Semestral de**

Direito Empresarial, Rio de Janeiro, n. 29, set./2021. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/rsde/article/view/76294/46105> Acesso em: 05 fev. 2023.

CARRILHO, Anna Flávia. Fases de uma startup: saiba tudo sobre cada etapa. **Associação Brasileira de Startups**, 2020. Disponível em: <https://mail.abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/#:~:text=Para%20se%20tornar%20uma%20scale,ter%20dez%20funcion%C3%A1rios%20ou%20mais>. Acesso em: 11 abr. 2023.

CASES, José Maria Trepas. **Código Civil comentado**: várias espécies de contratos. Vol. 8. 1 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

COELHO, Giulliano Tozzi. **A utilização de títulos e dívida conversíveis para o investimento anjo em startups no Brasil**: risco e segurança jurídica. 2018. 144f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2018. Disponível em: http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/7122/Giulliano%20Tozzi%20Coelho_.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 05 jun. 2023.

COYLE, John F; GREEN, Joseph. The safe, the kiss, and the note: a survey of startup seed financing contracts. **Minnesota Law Review Headnotes**, Minnesota, 42(2018). Disponível em: https://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2019/02/Coyle_Final.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023.

CYTOWSKI. **Handshake delas in Silicon Valley**. Cytowski, 25 mai. 2021. Disponível em: <https://cytlaw.medium.com/hand-shake-deals-in-silicon-valley-87f295a56284> Acesso em: 14 mai. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Valuing Young, start-up and growth companies**: estimation issues and valuation challenges. New York: New York University, 2009. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles/papers/younggrowth.pdf>. Acesso em: 05 mai. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Venture capital**: it's a pricing, not a value game. New York: New York University, 2016. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles/blog/VCPricing.pdf>. Acesso em: 05 mai. 2023.

DE FREITAS, Bruna Castanheira et al. Guia entendendo o Marco Legal das Startups. **Baptista Luz Advogados**, 2021. Disponível em: https://baptistaluz.com.br/wp-content/uploads/2021/07/BLuz_Guia_Entendendo_Marco_Legal_Startups_210525.pdf Acesso em: 14 abr. 2023.

DEITOS, Paulo; ENCK, Guilherme. **Guia prático de investimentos em startups**: tudo o que você precisa saber para identificar os grandes negócios do futuro e começar a investir. 1 ed. São Paulo: Captable, 2020. Disponível em: https://www.captable.com.br/assets/guia_pratico_de_investimento_em_startups-5b6f7259762fdbb3e152de452785431119a1a71286101756abb5a00df7fc4890.pdf. Acesso em: 06 abr. 2023.

ENGELMANN, Wilson. Percursos para inovar a teoria geral das fontes do Direito: modelos de autorregulação regulada para as nanotecnologias, sandbox regulatório e princípios. In:

TEIXEIRA, Anderson Vichinkeski; STRECK, Lenio Luiz; ROCHA, Leonel Severo (Org.). **Constituição, sistemas sociais e hermenêutica**: anuário do Programa de Pós-Graduação em Direito da UNISINOS (Mestrado e Doutorado). 1 ed. N. 18. Blumenau: Editora Dom Modesto, 2022. Disponível em: https://www.dommodesto.com.br/wp-content/uploads/2022/09/9786586537895_EBOOK_.pdf. Acesso em: 24 mai. 2023.

EUZÉBIO, Lucas. LOPES, Layon. Mútuo conversível: tributação no contrato de investimento. **Silva Lopes Advogados**, 11 jan. 2022. Disponível em: <https://silvalopes.adv.br/mutuo-conversivel-tributacao-no-contrato-de-investimento/> Acesso em: 31 jan. 2023.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erick Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2018.

FELDATO, Carol. O marco legal das startups: opção de compra e subscrição de participação societária. **Assis Gonçalves Kloss Neto Advogados Associados**, 29 set. 2022. Disponível em: <https://agkn.com.br/index.php/2022/09/29/o-marco-legal-das-startups-opcao-de-compra-e-subscricao-de-participacao-societaria/>. Acesso em: 11 mai. 2023.

FERREIRA NETO, Ermiro. **Funções e efeitos do contrato normativo no Direito Civil brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Editora Almedina, 2023.

FONSECA, Victor Cabral.; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle. **Revista de Direito Econômico Socioambiental**, Curitiba, v. 9, n. 1, p. 319-354, jan./abr. 2018. Disponível em: <https://periodicos.pucpr.br/direitoeconomico/article/view/18438>. Acesso em: 11 mar. 2023.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria e aplicação**. 3 ed. São Paulo: Editora Thomson Reuters Brasil, 2018.

FRAZÃO, Ana. O necessário encontro do Direito Contratual com o poder: repensando o alcance da presunção de simetria dos contratos empresariais. **Portal JOTA Info**, 12 abr. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/o-necessario-encontro-do-direito-contratual-com-o-poder-12042023>. Acesso em: 14 jul. 2023.

FRÓES, André; MICHILES, Saulo. É preciso acabar com o mútuo conversível. **ConJur**, 06 jun. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jun-06/michilese-froes-preciso-acabar-mutuo-conversivel#:~:text=Entretanto%2C%20n%C3%A3o%20%C3%A9%20mais%20necess%C3%A1rio,formalizar%20os%20investimentos%20em%20startups>. Acesso em: 14 nov. 2023.

GARBI, Carlos Alberto. Novos horizontes do Direito Privado: os contratos paritários na Teoria Geral dos Contratos – uma visão crítica. **Portal Migalhas**, 04 nov. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/novos-horizontes-do-direito-privado/335834/os-contratos-paritarios-na-teoria-geral-dos-contratos---uma-visao-critica>. Acesso em: 05 ago. 2023.

GERSTENBERER; Fatima Cristina Santoro; GERSTENBERER,Guilherme Santoro. Controvérsias acerca do Marco Legal das Startups no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências**

Econômicas e Negócios, São Paulo, vol.1, n1, p.1-20, 2021. Disponível em: <https://app.periodikos.com.br/journal/rbcen/article/doi/10.5281/zenodo.5948988> Acesso em: 11 fev. 2023.

GODKE VEIGA, Marcelo. Venture capital, sociedades anônimas e inovação: as falhas do Direito Societário brasileiro. **Revista Juris da Faculdade de Direito**, São Paulo, v. 2, n. 4, jul./2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2294500>. Acesso em: 04 abr. 2023.

GOMES, Carla Amado. **Risco e modificação do acto autorizativo concretizador de deveres de protecção do ambiente**. 2007. 566f. Tese (Doutoramento em Ciências Jurídico-Políticas) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2007. Disponível em: <https://www.icjp.pt/sites/default/files/publicacoes/files/Risco&modifica%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 11 jun. 2023.

GOMES; Marcus Vinícius Peinado; ALVES, Mário Aquino; FERNANDES, Renê José Rodrigues. **Políticas públicas de fomento ao empreendedorismo e às micro e pequenas empresas**. São Paulo: FGC-EAESP, 2013. Disponível em: https://ceapg.fgv.br/sites/ceapg.fgv.br/files/u26/politicas_publicas_de_fomento_ao_empreendedorismo_e_as_micro_e_pequenas_empresas_alta.pdf. Acesso em: 11 mai. 2023.

GOMPERS, Paul A.; GORNALL, William; KAPLAN, Steven N.; ILYA, A. How do venture capitalists make decisions? **Journal of Financial Economics**, New York, 135, p. 169-190, set./2020. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22587/w22587.pdf. Acesso em: 05 dez. 2023.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil brasileiro: contratos e atos unilaterais**. Vol. 3. 17 ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2020.

GRAHAM, Paulo. High-resolution fundraising. **Paul Graham**, 2023. Disponível em: <http://www.paulgraham.com/hiresfund.html>. Acesso em: 09 fev. 2023.

JURGENTE, Jeremy. **How startups drive economic recovery while growing responsibly**. New York: World Economic Forum, 2022. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2022/05/how-startups-help-drive-economic-recovery-and-growth/>. Acesso em: 31 mai. 2023.

KEPLER, João Braga. No Brasil, startups early stage conseguem se manter e captar investimento, independente do cenário econômico. **LinkedIn**, 22 mar. 2022. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/brasil-startups-early-stage-conseguem-se-manter-e-captar-braga-/?originalSubdomain=pt>. Acesso em: 05 abr. 2023.

KEPLER, João Braga. Startups e investimentos – perspectiva 2023. **João Kepler**, 2023. Disponível em: <https://joaokepler.medium.com/startups-e-investimentos-perspectiva-2023-23a3e30e9d>. Acesso em: 05 abr. 2023.

KON, Anita. Economia política das *startups* brasileiras: nova ordem em um cenário de turbulências. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 41, n. 3, ago./2021.

Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/q5PW6p6Dc8kB3BS7TPP6pRR/#>. Acesso em: 05 fev. 2023.

KOTASHEV, Kyril. Startup failure rate: how many startups fail and why in 2023? **Failory**, 2022. Disponível em: <https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>. Acesso em: 14 abr. 2023.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. Aceleração, incubação e ecossistema empreendedor: análise jurídica das startups. **Revista do Direito**, Santa Cruz do Sul, n. 63, p. 131-162, jan./2021. Disponível em: <https://online.unisc.br/seer/index.php/direito/article/view/15174>. Acesso em: 05 jan. 2023.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. Investimentos e desinvestimentos para startups. **Revista do Curso de Direito da UNIFOR-MG**, Formiga, v. 12, n. 1, p. 54-79, jan./jun. 2021 Disponível em: <https://periodicos.uniformg.edu.br:21011/ojs/index.php/cursodireitouniformg/article/view/1276>. Acesso em: 05 jan. 2023.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. Perspectivas econômicas pelo Marco Civil das Startups. **Revista do Curso de Direito da UNIFOR-MG**, Formiga, v. 13, n. 1, p. 84-113, jan./jun. 2022. Disponível em: <https://periodicos.uniformg.edu.br:21011/ojs/index.php/cursodireitouniformg/article/view/1495>. Acesso em: 05 jan. 2023.

LEVY, Carolyn. Safe financing documents. **Y Combinator**, 2018. Disponível em: <https://www.ycombinator.com/documents/#safe>. Acesso em: 31 jan. 2023.

MARCONDES, Bruno Fonseca. A teoria dos custos de transação e os contratos empresariais. **Vernalha Pereira**, 17 mai. 2022. Disponível em: <https://vernalhapereira.com.br/a-teoria-dos-custos-de-transacao-e-os-contratos-empresariais/>. Acesso em: 11 ago. 2023.

MATOS, Filipe; RADAELLI; Vanderleia. Ecossistema de startups no Brasil: estudo de caracterização do ecossistema brasileiro de empreendedorismo de alto impacto. **Banco Interamericano de Desenvolvimento**, 2020. Disponível em: <https://publications.iadb.org/pt/ecossistema-de-startups-no-brasil-estudo-de-caracterizacao-do-ecossistema-de-empendedorismo-de>. Acesso em: 11 fev. 2023.

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

MOREIRA DA SILVA, Fernando César Nimer. **Venture capital**: o valor da informação, riscos e instrumentos de mitigação. 2014. 178f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-162731/publico/Fernando_Cesar_Nimer_Moreira_da_Silva_INTEGRAL.pdf. Acesso em: 31 jan. 2023.

RIES, Erick. **Lean startup**: how today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses. New York: Crown Business, 2011.

NASCIMENTO, Thiago Cavalcante; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo; MENDONÇA, Andréa Torres Barros Batinga de. O aporte de venture capital e a predisposição de startups brasileiras em inovar. **Cadernos EBAPE-BR**, São Paulo, 17(4), 1016–1030. 2019.

Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cadernosebape/article/view/74721/76332>.

Acesso em: 31 mai. 2023.

OECD DEVELOPMENT CENTRE STUDIES. **Startup Latin America 2016: building an innovative future assessment and recommendations**. 2016. Disponível em:

<https://www.oecd.org/dev/americas/startups2016-assessment-and-recommendations.pdf>.

Acesso em: 05 mai. 2023.

ORTIZ, Luis Cláudio Villani; LIRA, Cláudio Rogério Sousa; MACHADO, Filipe Molinar. Os institutos jurídicos e os custos de transação: uma abordagem da análise econômica do direito. **Revista Direito em Debate**, [s.l.], v. 22, n. 40, p. 27–45, 2013. DOI: 10.21527/2176-6622.2013.40.27-45. Disponível em:

<https://www.revistas.unijui.edu.br/index.php/revistadiritoe Debate/article/view/1373>. Acesso em: 05 mai. 2023.

PARGENDLER, Mariana. Desenho contratual em perspectiva comparada: reflexões sobre a relação entre tipificação legal e inovação contratual. **Revista da Faculdade de Direito da UFPR**, Curitiba, v. 61, n. 1, jan./abr. 2016, p. 219-245.

PEGHINI, Cesar Calo; PEREIRA, Renata Ramos Carrara. O investidor anjo e a utilização da sociedade em conta de participação como forma de investimento nas startups. **Revista de Direito, Inovação e Regulações**, Cascavel, v. 1, n. 1, p. 55-80, jan./abr. 2022. Disponível em: <https://periodicos.univel.br/ojs/index.php/redir/article/view/149/108>. Acesso em: 14 mai. 2023.

POLIZELLI, Victor Borges; ANDRADE JUNIOR, Luiz Carlos. O problema do tratamento tributário dos contratos atípicos da economia digital: tipicidade econômica e fracionamento de contratos. **Revista Direito Tributário Atual**, (39), p. 456-486. Disponível em: <https://revista.ibdt.org.br/index.php/RDTA/article/view/1465>. Acesso em: 11 ago. 2023.

POTENZA, Guilherme. **Curso Online Venture Capital, Corporate and Finance**. Future Law: Escola de inovação jurídica, 2021. Disponível em: <https://www.futurelaw.com.br/cursos/venture-capital#info-curso> Acesso em: 05 mai. 2023.

PUGA, Bruna Santana. Cláusulas tag-along e drag-along. **BP Advogados**, 02 mar. 2022. Disponível em: <https://www.brunapuga.adv.br/post/clausulas-tag-along-e-drag-along#:~:text=Mas%2C%20o%20que%20elas%20realmente,conjunta%20deste%20mesmo%20s%C3%B3cio%2Facionista> Acesso em: 31 mai. 2023.

RICCITELLI, Antônio. Contratos atípicos e os princípios gerais do Direito Contratual. **Revista FMU Direito**, São Paulo, a. 24, n. 33, p. 31-40, set./2010.

RIES, Erick. **The startup way: how modern companies use entrepreneurial management to transform culture and drive long-term growth**. New York: Crown Business, 2017.

RODADAS de investimento: qual etapa minha startup está? **Bossa Invest**, 14 abr. 2022. Disponível em: <https://bossainvest.com/rodadas-de-investimento-qual-etapa-minha-startup-esta/>. Acesso em: 05 jan. 2023.

RORATO FILHO, José Cláudio. **Uma análise crítica do contrato de participação criado pela lei complementar n. 155/2016 em comparação às outras formas de estruturação do investimento-anjo**. 2019. 123f. Tese (Doutorado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/27596>. Acesso em: 14 jan.2023.

SANJAR, Márcio. **Aspectos jurídico-societários dos planos de opção de compra de ações**. 133f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-05122016-141022/publico/Mestrado_Marcio_Sanjar_versao_integral.pdf. Acesso em: 05 mai. 2023.

SCHIEBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e o dever de renegociar**. São Paulo. Editora Saraiva, 2018.

SEBRAE MINAS. **Entenda a diferença entre incubadora e aceleradora de startups**. 10 set. 2021. Disponível em: <https://inovacaoebraeminas.com.br/entenda-a-diferenca-entre-incubadora-e-aceleradora-de-startups/#:~:text=A%20principal%20diferen%C3%A7a%20entre%20uma,o%20foco%20%C3%A9%20gerar%20lucro>. Acesso em: 11 mar. 2023.

SPARKS, Andy. The holloway guide to raising venture capital: the comprehensive. In: FGOMPERS, Paul A. et al (Org.). **How do venture capitalists make decisions?** New York: NBER Working Paper Series, 2016.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO A MICRO E PEQUENA EMPRESA. Conheça as fases de uma startup. **SEBRAE**, 2023. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/conheca-as-fases-de-uma-startup,2db406cf4fc95810VgnVCM1000001b00320aRCRD>. Acesso em: 05 fev. 2023.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Investimento-anjo**: cartilhas de capital empreendedor. 2015. Disponível em: [https://bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/9c8f7eca571fc28910f40a88cf0d2705/\\$File/5660.pdf](https://bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/9c8f7eca571fc28910f40a88cf0d2705/$File/5660.pdf). Acesso em: 14 mai 2023.

SILVA, Filipe Borsato da; BIAGINI, Fabio Luiz. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil: a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n. 42, p. [101]-130, set. 2015. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9619?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 abr. 2023.

SOUZA, Leandro Miguel. Startups Fever: E aí, desanimou a festa dos super valuations? **Startups.com.br**, 22 jun. 2022. Disponível em: <https://startups.com.br/noticias/startups-fever-e-ai-desanimou-a-festa-dos-super-valuations/> Acesso em: 14 ago. 2023.

STARTUP BLINK. **Global startup ecosystem index 2023**. 2023. Disponível em: https://www.aen.pr.gov.br/sites/default/arquivos_restritos/files/documento/2023-05/startupecosystemreport2023_1.pdf Acesso em: 05 jun. 2023.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos de Direito Civil: contratos**. Vol. 3. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021.

TOGINI, Rodrigo. A bolha dos valuations: os impactos para as startups e o ecossistema de venture capital. **Startups.com.br**, 11 mar. 2022. Disponível em: <https://startups.com.br/coluna/a-bolha-dos-valuations-os-impactos-para-as-startups-e-o-ecossistema-de-venture-capital/>. Acesso em: 31 mai. 2023.

UNITED NATIONS DEVELOPMENT PROGRAMME. **Goal 8: decent work and economic growth**. 2015. Disponível em: https://www.undp.org/sustainable-development-goals/decent-work-and-economic-growth?utm_source=EN&utm_medium=GSR&utm_content=US_UNDP_PaidSearch_Brand_English&utm_campaign=CENTRAL&c_src=CENTRAL&c_src2=GSR&gclid=Cj0KCQjwWtWgBhDhARIsAEMcxeA6oxoAvyvWmfv_M9os-ly5UBGUw6SCaNmyLjKYdSTy7g75bVcmx9QaAtR-EALw_wcB Acesso em: 11 mai. 2023.

VARELA, João de Matos Antunes. **Das obrigações em geral**. Vol. 1. 10 ed. Coimbra: Editora Almedina, 2018.

VIEIRA, Bezerra Lucas. Guia do Marco Legal das Startups. **Conecta Startup Brasil**, 2021. Disponível em: <https://conectastartupbrasil.org.br/wp-content/uploads/2021/06/Conecta-E-Book-Marco-Legal-das-Startups-Lucas-Bezerra-Vieira-1.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2023.

WILIAMSON, Oliver E. Transaction cost economics: the governance of contractual relations. **Journal of Law and Economics**, [s.l.], 1979. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1600951/mod_resource/content/1/w1979.pdf. Acesso em: 14 mai. 2023.

YOSHIMURA, Bruno. **Curso Online Venture capital, corporate and finance**. Future Law: Escola de Inovação Jurídica, 2021. Disponível em: <https://www.futurelaw.com.br/cursos/venture-capital#info-curso> Acesso em: 05 mai. 2023.

APÊNDICE A - DEGRAVAÇÃO DAS ENTREVISTAS

Relação de Entrevistados

1	Marcella Costa	Advogada, Empreendedora, Professora, Palestrante; Diretora Jurídica ABLogtech; Sócia ALTEIA Legal Hub; Membro da Comissão de Startups FecomercioSP; Ex-Head of Startup.OBA no Opice Blum; Atuação ativa no ecossistema de startups. Líder jurídica em projetos de open innovation, operações de captação de investimentos e de M&A; Pós-graduada em Direito Digital pela EPD, cursei Master of Laws (LLM), em Direito Societário, pelo Insper, Direito Empresarial pela FGV e programação de Smart Contracts em Blockchain, na PUC/SP. Sou certificada em Privacy and Data Protection Essentials pela Exin ICT, professora convidada na EPD, FAAP e OBAC e autora de artigos nos livros de Data Protection Officer - Teoria e Prática, em 2020 e Legal Innovation, em 2021.
2	Rafaela Maria Zandavalli	Advogada, Empreendedora, Palestrante e Mentora; Especializada em empresas de tecnologia, startups e scale ups. Sócia Fundadora do Mapz.Law, escritório de advocacia especializado em governança corporativa para startups e scale-ups; Ex-CEO Silva Schütz Advogados; Mentora Inovativa; Fundadora Movimento SER.A.CEO; Fundadora Adv Hackers; Bacharel em Administração pela UFSC; LLM em Direito Empresarial pela FGV; Especialização em Legal Tech: Direito, Inovação e Startups pela PUC Minas; Governance Officer pelo IBGC.
3	Fernanda Andrezza	Advogada, Professora, Mentora, Investidora-anjo, Conselheira Social; Sócia fundadora do escritório Andrezza, Otsuka e Botelho Advogados Associados; Cofundadora da WIM Angels. Pós-Graduada em Direito Processual pelo Instituto Brasileiro de Estudos Jurídicos - IBEJ/PR (1996). Pós-Graduada em Direito Tributário pelo Instituto Brasileiro de Estudos Tributários - IBET (2013). Mestre em Direito do Negócios pela FGV Direito SP. Professora convidada de pós graduação. Atua em Direito do Terceiro Setor, Direito Tributário, Negócios Sociais, Empreendedorismo e Governança para o Terceiro Setor e Negócios de Impacto.
4	Gustavo Sudbrack	Advogado, Empreendedor, Palestrante e Mentor de carreiras e de startups. Fundador da Slap Law, escritório de advocacia que produz soluções jurídicas inovadoras para startups e outros negócios digitais; Embaixador

		AB2L - Associação Brasileira de Lawtechs e Legaltechs; Sócio & Consultor Jurídico na Startup Metacem; Co-Founder SlapHub, Primeiro Hub de Inovação Jurídica do Rio Grande do Sul; Membro Comitê Executivo do Legal Hackers Porto Alegre.
5	Luiza Berison	Head of Legal da ABSeed Investimentos. Advogada. Graduada pela Universidade Federal de Pernambuco em maio de 2021, tendo cursado parte da sua graduação na King's College London. Atua há quase de 4 (quatro) anos na área de direito empresarial, tendo focado pouco mais dos últimos 2 anos em Venture Capital.
6	Fernanda Cabral	Advogada associado no Ruy Andrade Advocacia Empresarial, liderança na área de venture capital e relação com fundos, aceleradora e founders. Graduada em Direito *com Láureas* pela Faculdade Baiana de Direito. Pós Graduada em Direito Digital. Possui experiência nas áreas de Direito dos Negócios, especialmente Direito Contratual e Societário, com ênfase na atuação para Startups e seus Investidores. Formação complementar em Compliance, Governança e Riscos, em Propriedade Intelectual e em Mediação Extrajudicial. Experiência em solução de conflitos e negociação empresarial segundo a metodologia de Harvard. Foi vice-presidente e presidente do conselho na Alfa Consultoria Jurídica Júnior, e participou de diversas competições de negociação e mediação, como competidora e coach da Equipe de Negociação e Mediação da Faculdade Baiana de Direito.
7	Adrianna Hilsdorf	Advogada; Empreendedora; Palestrante e Professora. Pós-graduada em Direito Internacional pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo; Pós-graduada em Direito Civil pela Faculdade Damásio de Jesus; Especialista em Startup pela Faculdade INSPER Educação Executiva; Legal Growth Racker pela Edevo; e LLM - Master of Law, em Direito Corporativo pela Ibmecc. Escreveu artigos para publicação em livros; atua como palestrante e mentora em programas como Batalha das Startups, na Record News; no curso Anjo Investidor e no curso da apresentadora Bárbara Coelho sobre como ser “CEO”; Jurada em programas de avaliação de Startups, como o “Pitch Day” do Núcleo de Empreendedorismo - empreEEL USP; e possui um curso próprio sobre Direito das Startups. Membro Lide Futuro, e atua há mais de dezoito anos na área contratual e consultiva empresarial. Fundadora do escritório Hilsdorf Advogados, da escola de educação infantil bilíngue Little Giants, e da empresa All Digital Company, atuante na área digital.

8	Camila Telles	Advogada; Empreendedora; Professora. "Eterna inquieta e curiosa". Em 2019 fundou a startup Bits e 19 meses depois fez a saída em razão de rodadas de investimentos com Shark Tank e Bossa Nova Investimentos. Atualmente é Head da Angels Wallet - Plataforma de Equity Crowdfunding da Ventiur. Fundadora e sócia do EUCONNECTO- Empresa de networking e negócios femininos com mais de 400 mulheres. Mentora no InovAtiva e investidora de startups. Professora de MBA na FIAP - Empreendedorismo e Inovação. Advogada, Pós-graduada em Direito Digital e Compliance.
9	Ruy Andrade	Advogado; Empresário; Professor. Mestre em Direito dos Negócios (FGV/SP). Advogado, Empresário, Conselheiro de Administração da Petrobahia S.A, Professor de Direito Empresarial, Negociação, Mediação e Arbitragem. Presidente da Comissão de Empreendedorismo e Direito das Startups da OAB/BA. Integra o Comitê Coordenador do IBGC, Núcleo Bahia. Presidente da Comissão de Empreendedorismo e Direito das Startups da OAB/BA. Integra o Comitê Coordenador do IBGC, Núcleo Bahia.
10	Marcus Seixas	Advogado, Professor; Fundador do Susart Seixas, consultoria jurídica para startups, scaleups e empresas nas áreas de Direito contratual, societário/investimentos, administrativo, tecnologia e proteção de dados pessoais. Professor da graduação em Direito na Faculdade Baiana de Direito das disciplinas de Direito e Tecnologia, Ética Profissional, entre outras. Doutor em Direito pela Universidade Federal da Bahia.

Entrevistas

Bloco 1: Modelos Contratuais e Escolhas de Investimento	
1	<p>Entrevistadora: Quais os tipos de contratos que você já utilizou e quais você mais utiliza nessas operações de investimentos?</p> <p>Entrevistado(a): Da minha experiência assim, tem algumas modalidades, mas as eu mais atuei, que são as mais utilizadas, eu diria, sem sombra de dúvidas em primeiro lugar, o mútuo conversível e depois ali o contrato de opção de compra de participação societária futura e em alguns casos, já fiz ali contratos em formato de sociedade em conta de participação.</p>

O contrato de participação que aquele do investidor anjo que veio com a lei complementar eu particularmente nunca fiz, não fiz nenhum. Assim tem alguns contratos que não pegam, mas esse do contrato de participação dos investidores, **ele não pegou na minha opinião, pela parte daquela instrução que veio da receita federal logo na sequência da divulgação desse contrato.** Eu acho que se ele tivesse uma regulamentação, é fiscal diferente, ele tinha a chance de ter pego, mas as questões tributárias impactaram para perder essa força aí.

Entrevistadora: Em relação ao mudo conversível, por que é que ele foi escolhido para as operações que você atuou? Quais foram os motivos que levaram à escolha dele?

Entrevistado(a): Eu acredito que **o mútuo conversível acabou se tornando um contrato fácil de colocar em prática, porque ele é simples, ele não requer nenhuma formalidade.** Ao contrário por exemplo, da SCP que pode ser uma alternativa, mas na minha opinião ela é uma alternativa para algumas situações, porque no fim do dia ela requer uma formalidade. Hoje em dia ela precisa ter na receita federal uma inscrição do CNPJ, então, mesmo sendo simples, ela requer algumas formalidades. Já o mútuo não, **ele é um contrato simples, que te dá flexibilidade para definir termos e condições.** Além disso, querendo ou não, ele tem uma baixa tributação envolvida.

Antes eu já sentia isso, mas depois é da entrada do Marco Legal, ele tem uma proteção patrimonial por investidor relevante. Então eu acho que ele traz ali um conjunto de elementos que que é ajudam a utilização dele na prática.

Entrevistadora: Tem algum aspecto que você acha que ele deixa a desejar?

Entrevistado(a): Achou ele tão prático, por essa questão de ser flexível, por você poder moldar conforme a negociação. Mas acho que tem isso também, quando eu falo da flexibilidade dele (...) Nos últimos anos tenho atuado bem mais pra founders e muitas vezes eu percebo que eles falam "**Ah, mas o contrato de multa conversível é padrão, já tem um modelo pronto, não requer um trabalho muito detalhado.**"

E eu discordo disso, porque eu acho que ele é tão flexível que ele permite que você traga exatamente os termos que estão sendo negociados, e isso varia muito caso a caso. Então eu acho que um ponto positivo dele é esse assim, talvez o que tenha de negativo, eu não diria nem ponto negativo, mas talvez pontos assim que pudessem ser mais transparentes para os founders, principalmente são algumas cláusulas de atenção, de trabalho de educação desse público, porque acho que tem algumas cláusulas que podem virar pegadinhas no contrato, sabe?

E aí, talvez um pouco, **até por essa fama que ele ganhou no mercado de ser um contrato padrão muito utilizado no mercado, é que talvez, como é que eu posso dizer, talvez essa fama dele faça com que os empreendedores não tomem tanta atenção como um contrato de investimento requer.** Mas aí eu acho que até assim mais uma questão que o acultramento, o entendimento do ecossistema em relação ao contrato, do que o contrato em si.

Entrevistadora: Quais vocês acham que é os pontos assim, essenciais para você, que deve se levar em conta na hora de escolher um instrumento contratual, seja investidor ou seja founder?

Entrevistado(a): Eu costumo assim é falar que **primeiro que o founder tem que ter uma clareza muito boa em relação a quais são as expectativas que ele tem em relação à atuação daquele investidor no seu negócio.** Não necessariamente para a escolha do instrumento, mas principalmente pelas condições que você vai estabelecer naquele instrumento.

Você quer simplesmente o recurso financeiro para colocar o seu Business plan para rodar ou você quer um investidor que traga ali também um conhecimento, o famoso smart money.

E aí a **escolha do contrato de investimento pode ter reflexos a partir dessa avaliação estratégica do que você espera do investidor.** Porque, por exemplo, você não vai querer estabelecer uma sociedade em conta de participação, com alguém que você queira uma participação mais relevante na gestão da startup.

Ou você pode querer estabelecer algumas condições no mútuo conversível que você não quer que distancie um pouco mais o investidor da sua operação do que, por exemplo, do que em um contrato de compra de participação futura. Então acho que **o primeiro ponto é entender o que o founder espera e tem de expectativa do investimento.**

Entrevistadora: Você conhece ou já utilizou algum contrato atípico, seja um SAFE, seja um termo de investimento ... você já teve contato com isso?

Entrevistado(a): Em relação ao SAFE o que eu já fiz na prática é de trazer o conceito e algumas características do SAFE para o mútuo conversível, porque no fim do dia, na minha opinião, eles são muito similares na forma e que acaba diferenciando são mesmo as condições, né? Ali é a definição do percentual de participação pré-definido ou com definição futura, por exemplo.

	<p>No meu entendimento, quando você traz pro formato brasileiro, quando você está fazendo uma operação, entre partes, que estão aqui e você não precisa fazer um instrumento de SAFE propriamente dito, porque não tem nenhuma operação de estrutura fora, você acaba trazendo muito mais os conceitos, os elementos do SAFE para dentro do mútuo conversível.</p> <p>E aí acho que tem algumas características do SAFE são muito interessantes e que no meu ponto de vista, assim eles estão até sendo mais utilizados agora, com essa nova situação do mercado como um todo do que antes, então ali você estabelecer, algumas premissas, algumas condições do SAFE, como se vai ter um percentual de referência, se a definição do percentual de participação para o investidor vai depender de um valuation da próxima rodada de investimentos, você definir ali um cap para esse valuation, se passar daquele cap ter algumas camadas, algumas faixas, para complementar, aquela taxa de desconto para incentivar o investidor que está entrando em uma fase muito inicial. Então são elementos que eles estão presentes no mútuo conversível, por isso que eu falo, que ele é tão flexível que você consegue trazer algumas características de outros tipos de contratos para moldá-lo, vamos dizer assim.</p> <p>Isso eu tenho visto, tenho um visto esses elementos do SAFE no mútuo conversível, mas eu nunca participei de nenhuma operação com é empresas que tenham estruturas fora, então, eu nunca fiz o SAFE propriamente dito.</p>
2	<p>Entrevistadora: Quais os tipos de contrato que você utilizou nessas operações e qual que você mais utiliza?</p> <p>Entrevistado(a): Durante esse tempo teve algumas mudanças, né? O Marco Legal permitiu, ampliar um pouquinho mais. Mas basicamente a gente usa ou mútuo conversível ou um título conversível, que é uma nota conversível. Depois que entrou o marco legal das startups, salve engano no artigo quinto ele tem um ele tem um inciso que ele permite que o investidor ele entre com qualquer instrumento e ele não vai ser responsabilizar por eventuais passivos da empresa. Então depois do Marco Legal das Startups começou a se ter outros nomes de documento no mercado. Antes do Marco Legal era muito comum ser utilizado mútuo conversível, porque no Brasil não tinha nenhum instrumento que viabilizasse o investimento anjo, então a gente importou lá de fora o conceito do SAFE, modelo de documento utilizado pela maior aceleradora de startups do mundo que é a Y Combinator. Eles criaram o modelo SAFE muito utilizado no mundo, pôr a gente aqui no Brasil não ter tributariamente e uma estrutura pra esse investimento anjo o brasileiro foi lá e pegou o mútuo que é um contrato de empréstimo e colocou um mútuo conversível, que é o modelo do SAFE abasileirado. Isso até o Marco Legal das Startups. Depois do Marco a gente começa a ter então um entendimento de outros contratos á hoje a gente usa muito títulos ou notas conversíveis. Nome documento não importa, interessa o teor do conteúdo do documento.</p>

Entrevistadora: Então eu queria entender o que te motivou nessa escolha? Quais foram as motivações estratégicas fizeram vocês diminuírem alguma medida o uso do mútuo conversível e passaram a utilizar esses títulos conversíveis?

Entrevistado(a): A diferença é que no mútuo, qual que é a obrigação principal? **Mútuo é um contrato de empréstimo.** Então quando eu falo em mútuo conversível a obrigação é o quê? **Eu empresto um dinheiro pra startup, a obrigação principal da startup é me devolver o dinheiro. Porém, caso o investidor aceite, ela pode me dar esse valor em equity.** Esse é o racional do contrato do mútuo.

Antes do Marco Legal das startups, eu sempre negociava muito um alinhamento entre empreendedor e investidor. Eu falava gente esse não esse é o documento jurídico que a gente utiliza, alinhando que mesmo esse sendo um racional do mútuo, que não era isso que a gente tem que alinhar. A gente tem que alinhar que o quê? Que se o investidor der o dinheiro e a empresa quebrar esse mútuo ele tem que ser rasgado, essa dívida tem que ser rasgada, que a startup não tem que devolver o dinheiro, que a startup não pode responder solidariamente na pessoa física. **Porque o valor de um investimento em um mercado de venture capital é justamente o empreendedor ter tranquilidade para poder arriscar, por isso é um mercado de risco,** por isso que a startup não está indo no banco pegar dinheiro. Então eu sempre alinhava com os meus clientes, startup (empreendedor e investidor) eu sempre alinhava: olha a gente está pegando dinheiro, porém se a empresa não der certo esse contrato ele é rasgado. **E aí, qual que é a única possibilidade de os empreendedores terem que arcar com essa dívida? Se eles descumprirem alguma cláusula do contrato.** Agora se eles cumprirem tudo e por startup ter um risco de quebrar muito grande, e a pessoa está investindo justamente no mercado de risco, não tem por que a startup pagar com a dívida da pessoa física. Então esse sempre foi o racional mesmo eu utilizando o contrato de mútuo conversível.

Depois do Marco Legal vem os títulos conversíveis e daí cada um dá um nome né? A OAB do Rio de Janeiro criou um documento os escritórios de advocacia grande criaram outros documentos daí tem um milhão de nomes, mas vamos colocar aqui como um contrato de uma nota conversível. **E a obrigação principal da nota conversível é o racional daquilo que eu utilizava antigamente no outro conversível que é o que: eu empresto um dinheiro pra startup e a obrigação principal dela não é me devolver o dinheiro, a obrigação principal é me devolver em equity.** Então assim isso aqui é o racional do mercado de venture capital.

Então lá atrás quando eu utilizava o mútuo era o mesmo racional que isso. Só que eu tinha que a expectativa pro investidor, porque eu **queria proteger meu cliente, então a gente deixava amarrado isso justamente. No contrato da nota conversível o racional é justamente a conversão, então isso dá um alinhamento muito maior, deixa o contrato muito mais claro. Eu não preciso**

	<p>ficar discutindo aquilo que eu discutia lá no contrato de mútuo.</p> <p>Mas assim eu ainda faço contrato de mútuo, depende de quem está do outro lado, então assim o alinhamento de expectativa ele é muito mais importante do que o documento em si e isso pra mim sempre dentro do mundo das startups isso sempre foi uma premissa.</p> <p>Só que claro tem algumas questões tributárias, né? Quando eu empresto um dinheiro eu tenho algumas obrigações. Então existem tributárias que impactam. Dependendo de quem está do outro lado pode ser que uma ou outra opção valha mais a pena. Então primeiro, alinhamento de expectativa, não importa o documento que está assinando, a pessoa física não pode responder, salvo se ela não cumprir as regras do contrato. Porque senão eu vou lá no banco e pego o dinheiro. Empreendedor precisa dormir tranquilamente pra poder arriscar. Porque empreendedor que não arrisca não é empreendedor, é empresário. Empresário pega dinheiro no banco. Empreendedor vai pro venture capital.</p> <p>Entrevistadora: Gostaria que você trouxesse de maneira mais objetiva, um comparativo entre o título conversível e o mútuo conversível. Quais os pontos positivos e negativos de cada que você avalia?</p> <p>Entrevistado(a): Eu gosto de trabalhar com título porque a premissa dele é uma premissa muito básica. De que eu oferto dinheiro e como contrapartida a startup tem que me dar um equity. É um documento muito claro. A vantagem dele é esse alinhamento de expectativa. Como eu te falei eu não me importo em trabalhar com mútuo, não me importo mesmo, a questão é o alinhamento de expectativa que tem que ter com o investidor anjo. Você pode ter um ótimo alinhamento com investidor anjo e conseguir traduzir isso para o mútuo. Então assim eu me preocupo muito mais com as cláusulas de governança desses contratos, do que propriamente com o nome do contrato. Sabe? Então assim o nome do contrato e o formato do contrato isso tudo a gente consegue ajustar no documento. Mas se for pra escolher eu prefiro trabalhar com o título porque ele já é um documento muito mais alinhado em termos de expectativa, então já facilita conversar com o investidor.</p> <p>Além disso, assim, tributariamente me parece que o título é melhor, pois existe uma discussão de IOF se paga ou não e no mútuo conversível, tu paga o IOF, já no título tem uma discussão, alguns entendem que sim, outros entendem que não, então tributariamente me parece que hoje a nota, o título, é muito melhor, mas não negaria um investimento por conta disso.</p>
3	<p>Entrevistadora: E quais os tipos de contratos você costuma utilizar ou então também que você já tenha utilizado nessas operações de investimento que você atuou?</p> <p>Entrevistado(a): Olhe eu percebo que aqui na nossa região as pessoas ficam</p>

mais confortáveis com mútuo conversível. Porque é um instrumento que para cabeça de muitos investidores **você atrelar o empréstimo a uma possibilidade de devolução desse valor em algum tempo parece ser mais confortável.**

Mas nessa rodada em uma rodada que participei que considero de pré-seed foi de quatro milhões, aí foi utilizado o instrumento privado de opção de subscrição de ações no futuro, então esse não tem nada a ver com mútuo conversível. Acho que foi um pouco mais complicado, ele é um pouco mais detalhado, precisa já ter algumas regras de governança pro futuro.

Entrevistadora: E em relação tanto nas rodadas que você utilizou o mútuo conversível, quais foram os motivos que levou vocês a escolherem cada um desses contratos para essas operações?

Entrevistado(a): Os mútuos convencíveis foram rodadas menores, no começo do nosso grupo de investimento, então o pessoal tava sempre utilizando os mútuos. Nessa rodada maior, havia um grupo de anjos maiores fora aqui da nossa região, então se pensou na oportunidade que um outro tipo de instrumentos seria mais oportuno. Nisso que as investidoras daqui, com as quais eu participei, assinaram esse termo do qual elas não estavam habituadas, que foi um instrumento que não foi gerado aqui na região, ele compreendia outras regiões com uma outra lógica.

Entrevistadora: Em relação principalmente ao mútuo quais são os pontos que você considera fortes do mútuo, tanto na perspectiva pro empreendedor quanto pro investidor, e também quais se considera pontos fracos, pontos que ele poderia ser melhor?

Entrevistado(a): Do ponto de vista jurídico, enquanto não havia o marco legal das startups, dado que o contrato de participação que era o primeiro instrumento que veio lá em dois mil e dezesseis, que é a lei complementar um cinco um, se eu não me engano. **Dado as características do contrato de participação que falava em prazos, que falavam em distribuição de dividendos, ele não era o mais adequado principalmente no começo do investimento anjo no Brasil.**

Nesse aspecto o mútuo conversível não era um instrumento considerado em lei. Então o empréstimo, com algumas características do instrumento particular, parecia muito mais adequado a realidade das startups do que este contrato de participação. Eu vejo que **sem legislação o mútuo conversível tinha muito mais efetividade à realidade das startups, mas com o marco legal, que traz um hall bem maior de possibilidades, eu acho que o mútuo conversível talvez não seja a melhor opção.**

Para cabeça do investidor ele parece um pouco mais seguro, porque “ah mas se acontecer alguma grande situação de má fé?” Investimento de risco é investimento de risco, você sabe que aquilo ali pode não dar certo, mas o ponto de vista talvez de má fé, de haver um instrumento em que você possa efetivamente cobrar esse valor de volta, mesmo que você não vá receber. Então, eu acho que pro investidor esse é um ponto de conforto mesmo, **mas na prática**

difícilmente a gente ver essa execução do título.

Eu acho que é um instrumento que ficou meio generalizado, **é um instrumento que foi aceito então é fácil a circulação.**

Como ponto negativo talvez ele seja sempre uma espada na cabeça do empreendedor, “tipo meu Deus e agora? Será que se der errado sem nenhum tipo de má fé, mas porque efetivamente o negócio não foi pra frente, algum investidor vai executar, eu vou ter que pagar com meu patrimônio pessoal”, então acho que isso para o empreendedor ou para empreendedora, é um ponto que não é bom.

Entrevistadora: Vamos supor que a startup seja bem sucedida e ocorra o vencimento da dívida, o investidor por algum motivo em vez de querer realizar a conversão em participação societária queira resgatar aquele valor. A startup que estava no auge, pode ter um grande problema de fluxo de caixa, reserva financeira e isso acabar atrapalhando todas as estratégias.

Entrevistado(a): Isso já ouvi acontecer, da pessoa chegar em uma determinada situação, “**tipo eu preciso de dinheiro, eu preciso de dinheiro**” e quer simplesmente que se pague de volta. Tem essa mentalidade do investimento anjo que você precisa ficar um tempo longo para que veja o resultado efetivo, cinco, seis até sete anos. Eu já vi isso acontecer e pode realmente afetar, geralmente a startup estar com o fluxo de caixa no limite, e esse é um ponto bem delicado.

(...) A mentalidade do investidor tinha que ser de “ele vai renovar, a startup estar indo bem”. Enfim, a vida das pessoas muda e muitas vezes a pessoa precisa do dinheiro e às vezes não é fácil transacionar com outra pessoa. Esses mercados secundários, como acontece com a SNU que tá no sandbox regulatório, talvez fosse bom mesmo, que desse certo. Você pode até transacionar de forma secundária, mas tem que estar numa plataforma, entre as pessoas que estão na plataforma. **Talvez melhorar essa área de regulação facilite mesmo para quem precisa do dinheiro de volta e tenham mais possibilidades de transacionar.**

Entrevistadora: Quais são as considerações que você considera mais importantes para os investidores e empreendedores também levarem em conta na hora de escolher qual vai ser o instrumento para realizarem a captação de investimento?

Entrevistado(a): Olha, se fosse empreendedora tão somente, eu tentaria captar sem ter que devolver o dinheiro. Eu tentaria qualquer outra opção, subscrição, opção de compra, para direcionar o investidor no sentido de “**olhe, você tem a opção de entrar e entrar, se você não quiser entrar, porque não quer correr o risco, enfim, você investiu aqui e queremos você até o final**”.

Mas a gente sabe que **isso não é a realidade do Brasil todo, não é a realidade de muitos investidores anjo.** Eu como investidora anjo, Marcela, vou te dizer

que nos negócios que eu estou apostando, não penso jamais em executar. Lógico que não quero me deparar com ninguém de má fé, mas mesmo se a pessoa tiver de má fé, quanto que eu vou ter que gastar ainda em cima desse dinheiro que eu aportei, para ir atrás de eventual patrimônio, para incomodar a pessoa.

Melhor pegar o título e então protestar, do que ficar querendo cobrar a pessoa, porque provavelmente não vai ter esse dinheiro, a não ser que tenha aumentado o seu patrimônio pessoal, o que eu ainda não vi. Eu sempre vejo que ou eu quero sair antes de converter, ou eu vou converter, vou participar desse negócio. Esse é o meu pensamento muito pessoal, não é um pensamento da maioria. Eu assino a opção de subscrição, opção de compra, **eu não tenho esse amor absoluto ao mútuo não.**

Entrevistadora: Você já utilizou por exemplo o SAFE ou algum outro instrumento atípico para realização das operações de investimento? Se sim, porque? Se não, por que você nunca utilizou?

Entrevistado(a): Veja, nessa rodada pré-seed a gente utilizou um título privado de opção de subscrição, foi um título bastante diferente, que a gente não vê no dia a dia, e essa foi uma opção de quem construiu esses documentos realmente com uma certa proteção da empreendedora. O negócio é bom, vai bem, é um negócio super promissor, então ele foi pensado no sentido de que a opção aqui é investir, ajudar, esperar esse negócio crescer e você vai entrar como acionista, ela vai se transformar numa SA e você tem a opção de subscrever. Se você não subscrever, não entrou na sociedade. A sociedade anônima ela tem mais proteção para o acionista do que uma limitada, então o título já prescreve um princípio de acordo de acionistas. Isso é importante para o investidor, ele sabe que está assinando um instrumento que ele já está entendendo quais são os direitos dele depois, como acionista, isso é bem importante, então esse é um instrumento diferente, é um instrumento mais complexo para quem não está habituado.

Mas o SAFE a gente não tem visto aqui na nossa região, eu sei que ele é utilizado, eu sei que tem uma pessoa aqui que gosta bastante de utilizar o SAFE, mas na minha vida diária ainda não assinei. Até acho que ele vem bem de acordo com uma realidade norte-americana, que ela é mais flexiva nas relações privadas, você tem mais possibilidades de trabalhar. Não que não que no Brasil não tenha, mas depois tudo se discute na justiça, vai saber o que que o judiciário vai decidir. Eu vejo uma certa insegurança jurídica nessa área, porque a gente já tem poucas varas empresariais no Brasil, pouco conhecimento do investimento anjo, duvido que os juízes façam investimento anjo para conseguir entender essa realidade. Então eu acho que quanto mais se for discutindo a justiça tem que ser instrumentos mais ou menos conhecidos.

O SAFE eu acho interessante, eu só não vi na prática como é que vai ser na conversão, como que se chega a um acordo sobre valuation, essa é a minha grande dúvida, se isso gera litígio entre quem está envolvido, empreendedor e participantes, investidores ou não. Eu nunca pesquisei se tem alguma discussão nos Estados Unidos, porque você deixa para dizer qual que é a tua participação no futuro. Então, eu não sei como é que na prática isso se resolve.

4	<p>Entrevistadora: Quais os tipos de contrato que você geralmente utilizam?</p> <p>Entrevistado(a): Eu vou começar pelos que a gente não faz, certo? O primeiro, que não se faz é o contrato de investimento anjo. Eu nunca vi. Eu já vi uma minuta do cliente nosso que o contador mandou para ele e ele trouxe a gente. No fim, a gente fez convenceu ele a trocar de contrato. E esses dias de novo, um contador indicou para uma startup que virou nossa cliente para formalizar um investimento do marido da empreendedora, que é uma coisa mais caseira assim, mas mesmo assim mandou uma minuta para ele assinar do contrato de anjo.</p> <p>Então por que que a gente usa o mútuo conversível? Primeiro, porque o mercado usa. Então, a primeira coisa básica é: em startup, a gente está falando de uma jornada pré-definida, que é o que são múltiplas rodadas de investimento, em que a participação do fundador vai sendo diluída ao longo do tempo para ir acomodando no cap table diversas pessoas que colaboraram. para o crescimento daquela empresa, sejam colaboradores com vesting, sejam em smart money com conselheiros, consultores e investidores. Então o primeiro ponto é isso então se convencionou no Brasil a usar o mútuo, porque na época não tinha nenhuma lei prevendo qual era o formato de investimento, então a gente tinha lá as debêntures conversíveis lá na lei das S.As gente, tem outros tipos de dívida conversível, mas não tinha nenhum definido em lei, né? Então a gente pra se espelhar no vale do Silício, em que as pessoas investem sem entrar no contrato social, se sem fazer uma compra e venda de cotas, acabavam emprestando dinheiro pra empresa e lá na frente o direito de conversão.</p> <p>É os Estados Unidos, eles têm um modelo parecido, mas eles acabam usando principalmente para startup early stage, lá eles usam 2 documentos, que é o SAFE e o KISS, que são os documentos mais simples e que não são títulos de dívida, necessariamente são contratos de investimento de fato, né?</p> <p>Algo que a gente não tem no Brasil, tem umas pessoas tentando fazer, já tiveram algumas iniciativas, agora teve mais uma que eu acho que é o MISTO. Eu te confesso que eu não li até faz tempo que eu estou com ele para ler aqui não, não parei para ler ainda.</p> <p>E tem um grande ponto a melhor coisa do mútuo conversível é o mercado, o mercado usa o mercado aceita. Não tinha lei, portanto, era um contrato que a gente podia mudar a vontade, então podia criar um monte de direito, um monte de dever, um monte de regra, o que acabou sendo ruim, porque cada contrato fazia de um jeito.</p> <p>E quanto mais amador for o investidor ou empreendedor, maiores as chances da gente vê alguns abusos, contratos muito mal feitos, muito amarrados, em que havia quase a cessão do controle da empresa por um cheque pequeno. Então o fato de não ter um contrato padrão, ele era o contrato padrão, mas não existia de fato um padrão, com clausulas padrões. Então, se deixou muito aberto.</p>

Hoje o Marco legal das startups já prevê o mundo conversível como um dos contratos, mas **a lei também diz que outros contratos de investimento também estão liberados. Então, basicamente, deixou o caminho aberto para caso o mercado avance para um contrato de investimento, não necessariamente contrato de mútuo, a gente vai ter o caminho.**

O contrato de mútuo, ele tem outra vantagem, né? **Ele é um título de dívida, então o investidor fica como credor daquela empresa até o momento em que ele ou rasga aquele contrato, vendendo o direito por 1 real**, ele lança como perda ou ele converte a participação societária. Então ele vai lá e diz: quero converter e o valuation combinado é esse e a porcentagem de conversão é essa, ou ele vende aqueles direito a um terceiro em uma rodada e nem chega a converter, o que não é muito comum. A gente tem a conversão, logo a saída daquele investidor, quando é o caso.

O que que faz dele um documento bom pro investidor também é que nesses contratos de mútuo, normalmente já tem uma métrica de cálculo daquela cota correspondente ou daquela porcentagem que ele vai receber. Que é o que basicamente diferencia do SAFE, sim, que é o contrato americano feito nos Estados Unidos para rodadas early stage, de anjo até seed.

Eles usam porque lá eles conseguem padronizar e aí é um documento que ele é curto, ele não é um título de dívida, mas ele é um título que dá direito a uma compra futura de participação. E **o grande lance do SAFE e do KISS é que eles não têm um percentual definido**, eles vão partir de uma de um cálculo - e aí tem o cálculo padrão lá que eles usam no SAFE e pode ser até utilizado o outro no Brasil, **a gente até tem tentado em algumas startups, deixar o percentual flutuante.**

Embora já se faça 10 anos que esse mercado é aquecido no Brasil, que se usa mútuo conversível, os investidores e os empreendedores, eles não têm a segurança e **não têm a maturidade para entender sobre o percentual e o valuation variável.** Então, a gente até tem uns contratos de muito conversível mesmo que tem parâmetros em que pode aumentar, melhorar ou piorar o valuation para um dos 2 lados. Então, em tese, quando a gente pensa em em valuation variável quanto menor for valuation no momento em que for ter a conversão maior vai ser a cota do investidor. Então, o investidor notou 500 mil se o valor extra for 2 milhões, na hora que ele for converter, ele vai ter 25% na empresa. Se o valuation for 20 milhões, ele vai ter 2.5%, **então isso é algo que a gente tem conseguido aplicar às vezes até em contratos muito conversível.**

Então se faz um percentual definido, mas a depender de métricas de uma próxima rodada, se tem um quase como um Cashback. Isso a gente viu num contrato de um fundo bem relevante do Brasil, com um escritório bem importante também fazendo, que eles eles definiram o equity, então era 15% por 15000000 de reais, mas a lógica era a seguinte, se na próxima rodada, o valuation passasse dos 100000000, o fundo devolvia 3% para tesouraria. Se o valor ficasse abaixo de tanto, o fundo não dava nada. Então, assim, ou se a empresa conseguisse um

faturamento de X mais, eles também devolviam um equity, então foi uma forma de criar um incentivo que a empresa cresça e aí diminui a participação do fundo para próximas rodadas.

Na verdade, **a grande jogada do SAFE é "cara, eu não sei quanto é o valuation da empresa"**. É que, na verdade, valuation de startup early stage ele não existe, ele é quanto um investidor quer colocar exato por quanto ele quer receber ou o empreendedor está disposto a conceder, **porque tu não tem métrica, não tem faturamento, não tem patente, não tem uma marca, não tem nada, então o que deve ter é uma expectativa, né?**

Então, **quando só tem uma expectativa, vamos trabalhar com expectativa, então assim "eu vou te dar 100000 USD" e não tem valor teu negócio. Quando a primeira pessoa a precificar, na próxima rodada, a gente calcula a lógica daqueles 100000 USD.** Só que o brasileiro ainda não está acostumado. E um dos pontos da nossa conversa aqui é sobre, porque é que ainda não tem o SAFE, é porque o safe é muito incerto e as pessoas não estão acostumadas a investir num mercado que é ultra incerto, num formato que é incerto, com um retorno raro.

Então assim se der certo, já é uma raridade. Então o investidor pensa "eu vou arriscar, tipo 10% de chance de êxito e ainda sem saber o quanto desse êxito" Então muito mais fácil no Y Combinator lá, que é quem fez o SAFE lá nos Estados Unidos, que é a maior aceleradora do mundo. Eles aceleraram Airbnb acho que o Uber, quase todos e eles tinham esse SAFE eles. Mas aí eles tinham uma densidade de 300, 500 startups que estão dando certo, eles não precisam fazer um home run que se fala, né? No mercado de venture capital, fala do home run, tu investe em 13 para uma dar certo.

Mas **no Brasil tem muito pouca densidade de oportunidades boas e eu vou investir, eu vou querer saber quanto eu vou ganhar. Então acho que a grande justificativa do SAFE é essa, as pessoas não estão preparadas para a ainda mais esta incerteza.** Até no discurso, quando a gente fala com um investidor, ele disse "olha, eu tenho tantos por cento daquela startup, "eu investi tantos por cento daquela startup" então até a lógica do SAFE é diferente, "eu botei 5000 USD aquele negócio, nós vamos descobrir quanto é que vale isso lá na frente, se der certo e se não der certo, é o dinheiro a fundo perdido".

Tanto que **no Brasil é muito difícil a gente ver os contratos de mútuo de empresas maiores sem a cláusula de devolução**, poucos colocam a close right off direto, o que é, tecnicamente, dizem que não é o mais certo, porque quando a gente está falando de fundo ou de empresas, é ruim ela ter uma cláusula de simplesmente abrir mão dos direitos, porque seria uma doação aí, contábil. Então, o ideal seria uma venda a um valor irrisório, uma troca cambial.

Mas o **ponto do mútuo conversível é que ainda deixa o empreendedor com uma espada acima da cabeça.** Eu acho que por isso também que o mútuo é muito utilizado aqui, porque "Tu vai ter que me devolver com correção e com um índice em tanto tempo, se eu não quiser entrar na tua empresa" Então também

	<p>na lógica da escassez, porque se tivessem 1 milhão de oportunidades boas e os investidores estão correndo para colocar dinheiro nas oportunidades boas, o investidor não ia ficar com tanto poder.</p> <p>Então é um pouquinho dessa mentalidade que faz com que a gente use mais o mútuo conversível do que o do que o SAFE, né?</p>
5	<p>Pergunta Entrevistadora: Quais os tipos de contrato que você já utilizou ou mais utiliza assim nas suas operações de investimento?</p> <p>Resposta Entrevistado(a): Acho que a gente consegue resumir em dois blocos e aí vai depender do que é que eu uso tá? Vai depender se a gente quer um instrumento conversível e, portanto, e sendo conversível nesse momento o investidor ele não entra direto no quadro societário ou se ele já quer investir em Equit. e, portanto, ele já vai se tornar um sócio.</p> <p>O que é que acontece? Um dos fundos que eu mais assisto termina que depende muito da tese de investimento. O Fundo de investimento ele tem a tese dele e aí ele vai investir em empresas de segmento X, Y, Z. Então ele precisa se ater bastante a isso e além do segmento às vezes a tese do fundo tem que ser específica o estágio da empresa. E aí é muito comum que o fundo que eu assessoro por ele buscar empresas um estágio mais inicial que é investimento Seed ou série A no máximo ele invista por meio de título conversível, ou seja, ele vai esperar a ocorrência de um investimento qualificado posterior para ele converter em participação e aí os documentos que eu normalmente utilizo é o mútuo conversível num contexto Brasil ou lá fora uma convertible note.</p> <p>Sobre o safe eu utilizo muito pouco, assim não é uma estrutura ainda que no Brasil existe uma segurança jurídica sobre essa estrutura. E por eu ter uma atuação voltada para fundos de investimento eu sei que o SAFE termina sendo uma opção a rigor ela é uma opção mais fácil de: olha não vamos discutir agora vamos deixar pra discutir os direitos eu pego os direitos do investidor da próxima rodada e é uma realmente algo mais simples e mais rápido mas fundos de investimento eles tem regras que eles precisam seguir da CVM, como instruções normativas, é um ambiente, tem várias travas que a gente tem que estar sempre tendo esse cuidado de ter uma ingerência ou não ter na companhia, algumas vedações de auditoria por auditor independente registrado na CVM direito de informação então tem coisas que um fundo de investimento não pode abrir mão e que dependendo da rodada se existe espaço para negociação ou não um safe termina ficando difícil para os fundos porque eles não conseguem cumprir com essas esses requisitos legais que eles estão sujeitos. Então às vezes a gente consegue por meio de uma side letter, mas isso é algo que está sujeito a discussão em administradora do fundo, que é super regulada também.</p> <p>Então no geral eu não uso muito safe, apesar de ter familiaridade, a grande questão do safe também é a gente deixar claro que é um instrumento conversível, que ele vai ser convertido. Essa é uma preocupação muito grande, de demonstrar que não é uma opção de compra e que não é um mútuo propriamente dito, um empréstimo, mas sim um outro que será convertido. Então a gente tem essas</p>

travas e que por isso a gente ainda tem muita restrição pra usar. **No contexto lá fora sim safe é super utilizado é porque já existe uma segurança jurídica maior sobre o tema é comumente utilizado, as pessoas sabem do que se trata.**

Outro bloco que seria investimento em aí a gente está falando aqui de ou um que é a pessoa a empresa lá fora está comprando de fato ações, é a emissão de ações subscrevendo. Então aqui ou a gente faz um acordo de investimento um contrato de investimento ou também que tem um aporte direto e já são emitidas ações. Então acho que pra dividir aqui a gente teria os instrumentos conversíveis e os instrumentos investimento em Equity.

Pergunta Entrevistadora: Por que que você utiliza o Mútuo Conversível aqui nas operações do Brasil?

Resposta Entrevistado(a): Primeiro é que ele já veio no Marco Legal das Startups. Além de que em relação ao mútuo a gente já tem um entendimento bem pacificado sobre ele, ele já é muito aceito. **O mútuo conversível é a rigor o que? É o empréstimo. O mútuo a gente já tem e o conversível é a mudança na forma de receber.** A gente ou ele vai receber ou pelo repagamento ou pela conversão. **A rigor é pela conversão, mas nós também temos cláusulas de repagamento por algum descumprimento contratual, como por exemplo se um sócio fundador descumprir a obrigação dele** de lock up, então a gente tem o vencimento antecipado do mútuo e a partir desse momento a gente pode pedir o dinheiro de volta. Mas é algo muito raro. Assim realmente é só um geral a intenção de um mútuo é converter. Outro ponto é que **a jurisprudência aceita e é algo que é muito fácil de registrar contabilmente na empresa, pois entra como empréstimo.**

Para o fundo ele também dá possibilidade de a gente trazer diversas regras importantes de serem cumpridas uma vez feita a conversão e vez ou outra até na antes mesmo da conversão. Então ele é um instrumento que diferentemente do SAFE, por exemplo a gente consegue abrir colocar todos os direitos que a gente precisa que sejam garantidos ao fundo, por isso que eu gosto bastante do mútuo conversível.

Outro aspecto é que **a gente atrela a necessidade de transformação da empresa**, pois a normalmente as empresas são investidas em estágio inicial, como eu comentei a empresa normalmente é uma limitada, então a gente precisa que ela seja transformada em S.A no momento da conversão, então a gente consegue colocar essa obrigação e **a gente consegue trazer os direitos e além desses que eu mencionei de direitos de informação, direito de membro no conselho, dentro outros**, inclusive que é usado lá fora o de put options. Funciona assim: digamos que deu muito errado o investimento e a gente dá a possibilidade do investidor usar esse mecanismo pra **sair e vender a sua participação pelo preço global de R\$1,00**. Literalmente a empresa recompra as ações do investidor pelo preço de um real. À primeira vista, quando você vê é chocante e acha que é mecanismo nunca vai ser usado, mas **acontece e eu vi na prática faz duas semanas uma transferência bancária lá de um real literalmente pra de investimento conseguir dar baixa no ativo.**

Então **ele traz essa possibilidade da gente trazer essas regras de governança a gente trazer esses direitos políticos, direitos econômicos...** ele tem espaço pra isso então por isso eu acho que a gente termina usando bastante e ainda sim a gente não entrou no quadro societário ainda então numa eventual enfim demanda em face da companhia ou o que quer que seja a gente ainda não está lá dentro a gente ainda não tem nosso nome ainda não aparece no quadro societário. Então termina sendo um instrumento bastante utilizado.

Entrevistadora: Em meu trabalho eu analiso como questão central justamente essa questão da devolução do valor, trazendo possibilidades de harmonização de interesses o vencimento em caso de algum descumprimento, como Desvio de finalidade, utilização indevida do dinheiro do planos de investimento estabelecido, para aí sim esse valor vai poder ser devolvido mas não colocar uma cláusula arbitrária que o investidor poderia com o vencimento da dívida pedir o dinheiro de volta porque a startup fica numa posição extremamente vulnerável.

Entrevistado(a): Existe a importância do advogado pela startup ter isso em mente, não, aqui a gente não quer e isso (devolução arbitrária do valor), porque é muito perigoso, mas às vezes a startup ela está precisando de caixa, então existe essa assimetria. **Se a startup está precisando de caixa e vem uma cláusula dizendo que é exclusivo critério do investidor pedir o dinheiro de volta, a startup aceita. Ela pensa como é que eu vou arrumar outro investidor agora a essa altura do campeonato, então ela aceita de todo jeito porque senão o sonho dela morreu.** Porque às vezes é isso, está em jogo muitas vezes é um sonho pra um empreendedor. Então eu concordo, por isso a importância tão grande de um jurídico por trás que **conheça do instrumento e consiga proteger a startup de uma eventual vencimento antecipado critério do investidor.** A razão de ser do mútuo conversível não era pra ser essa. Sim. A razão de ser como o nome já diz é converter em participação. O investimento em startup de estágio inicial é investimento de risco.

E se o investidor não vai pra o pra um investimento com esse espírito às vezes não faz nem sentido estar investindo em start-up. Vai investir na bolsa de valores, vai investir em uma empresa. Então investir é isso. **Investir é saber o risco e do risco que você tem é aportar seu dinheiro ali. Você está apostando numa ideia. Você está apostando num empreendedor,** por isso que é tão importante também como os fundos que que eu tenho familiaridade de estarem lá dentro de fazerem a empresa acontecer porque ali o espírito é de contribuição não é de você puxar o tapete. Eu acho que esse é o espírito de VC e que é muito diferente em mim e por isso que eu gosto tanto de **Venture Capital porque dá oportunidade de você sentar numa mesa e discutir com o amigo não é como contraparte.** Eu não é eu não quero tirar mais dinheiro de você eu não quero só investir aqui pra pedir o meu dinheiro reajustado e com multa já, não eu quero que sua empresa cresça porque eu também quero crescer junto com você eu quero ser seu sócio. **Então de fato essa é uma crítica a ser feita ao mútuo conversível,** mas ele vem com esse espírito de conversão.

Entrevistadora: Tem algo a mais que você gostaria de acrescentar? Algum

	<p>ponto que não conversamos ao longo da entrevista?</p> <p>Entrevistado(a): Tem umas pessoas nos escritórios querendo passar a utilizar um SAFE chamado MISTO, enfim confesso que tenho a minhas ressalvas porque ele ainda não consegue endereçar essas preocupações que eu mencionei dos fundos de investimento propriamente ditas. Mas recentemente eu fiz um SAFE, trabalhei numa minuta de safe e a preocupação foi um deixar claro que é um título conversível e a estrutura é aquela olha os meus direitos vão ser iguais aos dos investidores da rodada subsequente, do investimento qualificado que vier acontecer. Mas entretanto se tais e tais e tais direitos não estiverem contemplados entre os da rodada seguinte que são os direitos necessários para o fundo, como eu mencionei, eu quero ter de todo jeito.</p> <p>Então a gente fez isso a gente ainda não usou, a gente está estudando ainda como fazer isso se isso passa se isso não passa, mas eu tenho notado no mercado uma espécie de demanda por um instrumento como o SAFE, que ele evita muitas discussões agora, ele coloca tudo pro futuro. Nos instrumentos futuros documentos definitivos do investimento qualificado a gente conversa. Então eu não sei se eu sou a favor ou contra em mexer nessa estrutura do SAFE, mas foi uma variável, uma forma que a gente encontrou de ainda assim conseguir endereçar os pontos importantes para o fundo de investimento. A gente pegou a ideia do SAFE de usar os direitos da rodada seguinte ou eu vou ter esses direitos daqui. E aí a gente anexa uma listagem de direitos. Então a gente quase que fez um misto mas a gente fez um pouco antes de aparecer essa ideia de misto.</p> <p>O MISTO proposto recentemente eu ainda senti falta de uma preocupação com os fundos de investimento um pouco que são investidores que estão no mercado e que precisam se resguardar porque eles são extremamente regulados. Então ele não tem a estrutura, a carinha do SAFE, aquela carinha padrão, ele lembra mais um instrumento um contratual mesmo um contrato entre particulares, mas ele tem um pouco dessa ideia de para gente não ficar discutindo agora nos meus direitos são iguais o da rodada seguinte mas esses daqui eu preciso ter. Então e também tem a preocupação de que eventualmente se não acontece uma rodada né? Se não acontece uma rodada o que que faz pra gente continuar caracterizando isso como empréstimo e não ter riscos tributários, a gente ainda coloca lá a previsão de que vai ser convertido, mas aí a gente vai negociar os direitos com base nesses que eu preciso. Então a ideia é a gente converter na rodada seguinte, mas tem o prazo limite, né? Um prazo pra que a rodada aconteça. E a gente fez isso nesse documento aí que eu estou mencionando. Ele é em português. Ele não é um documento em inglês. E ele vai tentar unir um pouco o melhor dos mundos, mas eu confesso que eu não sei ainda se ele vai vingar.</p>
6	<p>Pergunta Entrevistadora: Qual ou quais os instrumentos jurídicos, modelos contratuais que você utilizou nas operações que atuou?</p> <p>Resposta Entrevistado: A primeira série A que eu fiz tiveram alguns investidores anjo independentes, assim, sem nenhum fundo, eu acho que foram</p>

	<p>uns 12 investidores e o contrato utilizado foi um mútuo conversível. Além disso, a gente teve 2 fundos envolvidos e um fundo usou também o mútuo conversível e o outro fundo usou um contrato atípico intitulado de Título Privado Conversível.</p> <p>A escolha tem uma razão tributária. Nas próximas rodadas que a gente seguiu a mesma lógica pela escolha do título. A diferença foi que os investidores não estavam mais como pessoa física, eles se juntaram em uma sociedade com conta de participação, com uma Pessoa Jurídica atuando como o ostensivo, que firmou o título com a startup.</p> <p>E a diferença do título para o Mútuo é basicamente a conversão obrigatória, que é uma estratégia para evitar uma cobrança de IOF. Como o mútuo em si é um contrato que é típico, regulado no código civil. Em se tratando de mútuo de valores financeiros por si só é um contrato que recebe a incidência desse tributo, pois no mútuo conversível no final ele pode ou não ser convertido, mantendo essência de mútuo e atraindo para si esse regime jurídico.</p> <p>Portanto, quando a gente tira essa conversibilidade, a gente tenta se afastar um pouco das normativas. Eu já coloco ali várias ressalvas para você, porque como a gente ainda não tem nenhum precedente, a gente não faz ideia de como a receita federal vai tratar desse tema. Então é uma estratégia que está sendo adotada, com Esperança de que dê certo, mas não existe nenhuma validação.</p> <p>Pergunta Entrevistadora: Em relação a receptividade pelos investidores, como você percebe que eles reagem quando vocês indicam a utilização do título?</p> <p>Resposta Entrevistado(a): Quando os investidores nos procuram a primeira ideia deles é querer usar o mútuo conversível. A maior parte das pessoas quer usar o mútuo, pois escuta muito sobre ou porque leu em um blog na internet sobre o mútuo, então essa costuma ser sempre a primeira perspectiva. Mas depois que a gente explica, coloca os pontos positivos do título, eles são abertos a novos documentos.</p>
7	<p>Entrevistadora: Quais os tipos de contratos que você utiliza ou já utilizou nas operações de investimento que você atuou?</p> <p>Entrevistado(a): A gente atua para o ecossistema como um todo, então a gente trabalha para o founder, a gente trabalha para o investidor anjo, a gente trabalha para venture capital e cada agente desse ecossistema é precisa de contrato diferente ou cláusulas contratuais que a gente vai olhar sobre uma ótica, se a gente está advogado para o empreendedor ou o investidor.</p> <p>O contrato que a gente mais utiliza é o mútuo conversível. O contrato de</p>

investimento anjo, ele não foi bem aceito pelo mercado, porque ele tem várias especificidades, e aí acaba entrando na esfera de autonomia das partes então, quando o estado ele intervém na Liberdade de contratação, da autonomia das partes, não funciona muito bem o tipo contratual. Então, olha, você vai fazer um investimento anjo, mas nessas condições. Mas eu não quero 7 anos, eu não quero devolver 50%. Enfim, então algumas regrinhas do contrato de investimento anjo não foram bem aceitas pelo mercado e por isso a gente nunca utiliza.

Então, se você me perguntar, Adriana, qual que é o contrato que você mais utiliza para fazer aportes nas startups, **sem sombra de dúvida é o mútuo conversível.**

Entrevistadora: Entrevistadora: poderia contar um pouco sobre porque é que esse modelo ele foi escolhido? Quais pontos se levaram em consideração para a utilização dele?

Entrevistado(a): Ele é um contrato e tem diversas cláusulas contratuais que vão favorecer tanto a pessoa que está fazendo o aporte, quanto o empreendedor.

Porque a gente considera o mútuo conversível um empréstimo onde o investidor anjo, por exemplo, ele vai fazer um aporte na empresa, então as partes vão combinar, vai ser feito um valuation básico, porque normalmente **essas startups, quando estão muito em early state, não tem, quase nada para se basear um valuation** e basicamente, o que o empreendedor faz é buscar com family friends and fools nessa primeira etapa ou bootstrapping. Para conseguir ali um dinheiro para tentar validar o MVP, porque o objetivo de todo empreendedor é validar o MVP.

E porque é que a gente utiliza o mútuo, porque quando eu passo dessa fase de validar o meu produto e tracionar um pouquinho no mercado, que eu consigo fazer com que o meu plano de negócios já esteja um pouco mais maduro para tentar alcançar o meu produto market fit, que já é uma versão melhorada do meu MVP validado. E aí, como **a gente utiliza o mútuo sobre essas condições: tem um valuation x, eu vou te emprestar esse dinheiro e no futuro a gente vai, eu vou ter essa possibilidade de conversão ou não em participação societária sobre algumas cláusulas condicionais.**

Aí outra coisa importante sobre mútuo é que como o investidor, ele não faz parte do cap table, **a gente faz esse contrato de mútuo prevendo que ele tenha esse direito e não é uma obrigação. Isto significa que traz uma proteção para o investidor, visto que ele não integra o capital social**, ele não integra o quadro societário e aí, consequentemente ele não vai participar, por exemplo, de dívidas tributárias, trabalhistas. Então, o ônus dessa operação não vai recair sobre ele. **Só se a startups performar e der tudo certo é que ele vai escolher essa conversão em participação societária.**

E o mútuo é dinheiro, em troca dessa possibilidade de conversão em participação societária. E quais são as questões: criar um empréstimo com juros básicos e a possibilidade de conversão em cotas ou ação. Normalmente ele vem atrelando

essas regras de governança, os direitos de voto e veto do investidor anjo, o que que ele pode fazer, as matérias mais sensíveis, como por exemplo, transformação do tipo societário, se pode adquirir dívida, essas questões normalmente passam pelo crivo do investidor também, porque isso afeta diretamente a ele.

Entrevistadora: Em relação a esse contrato você sente, alguma necessidade a mais que ele não contemple? Que sejam os pontos Fortes e quais os pontos de melhoria do mútuo?

Entrevistado(a): Olha, **se você é um bom advogado e tem experiência, o mútuo é o instrumento perfeito, eu gosto muito do mútuo.**

E aí a gente tem o SAFE, né? Só que o SAFE. **Qual que é a diferença do mútuo que é a gente tem essa garantia de que vai haver conversão no mútuo não.** É bastante utilizado nos estados unidos. Então como que ele funciona? Ele é esse contrário de garantia e ele não é considerado dívida porque ele é diferente do mútuo conversível, ele não tem data de vencimento, não tem taxa de juros, não tem precificação de rodada, não tem valuation, facilita muito a negociação.

É tudo muito fácil para o SAFE, né? É, a gente pode fazer o valuation da empresa é definido num momento posterior à assinatura do SAFE. Então a gente estabelece, por exemplo, um valuation cap, que é o teto sim, para determinar o preço por ação que vai garantir o investidor o limite que ele aceita ser diluído nas nas futuras rodadas de investimento. **Então ele pode ser utilizado pela startup e pelo investidor para atingir o mesmo objetivo do mútuo, ou seja, em troca do aporte, o investidor tem o direito de converter.**

Agora, o que que acontece? Os SAFE é um instrumento muito bacana, porque você vê que é muito mais fácil de ser utilizado, mas **os investidores eles não gostam e nem os advogados usam muito porque fica tudo muito a jogado**, fica tudo muito assim, ai não tem data, não tem valuation, a gente vê depois, e o investidor ele quer estabelecer desde o começo, quer estabelecer termos e condições que fique claro

A diferença do mútuo para o SAFE é que no SAFE a conversão é obrigatória, no mútuo não, então eu acho que o mútuo traz muito mais segurança para as para as partes, tanto para o investidor quanto para o empreendedor.

Entrevistadora: Minha grande preocupação com o mútuo de fato é essa questão da devolução do valor.

Entrevistado(a): Se você fizer um acordo bem estabelecido de mútuo, isso não vai acontecer. Isso não acontece no mercado, não é praxe. **O que que acontece é venceu o mútuo, ou eu converto em participar societária ou saio.**

De fato, você tem razão quando você fala isso "ai eu vou pegar o meu dinheiro de volta", mas não é assim que o mercado enxerga o mútuo, não é assim que o investidor anjo enxerga, ele não está emprestando esse dinheiro, **o mútuo foi só uma forma que a gente achou para poder deixar esse contrato de uma**

maneira que possibilitasse a gente fazer um negócio jurídico e o aporte. Por isso que eu falei, saiba as regras do jogo antes de jogar o jogo, e qual é a regra e o que é praticado no mercado? A prática de mercado é você, investidor anjo, tem ciência que o aporte que você vai fazer naquela startup, é um aporte de alto risco. **O que eu falo para os meus clientes quando eu estou no chapéu de advogado de investidor anjo: se você tem um patrimônio relevante, você vai alocar desse patrimônio, 5%, 10% no máximo se você for mais arrojado para investir nas startups e você não vai investir em uma, você vai investir em diversas.**

Tem vezes que **eu vejo alguns contratos e eu falo para o meu cliente, quando eu estou cuidando do fundador, vai no banco e pede um empréstimo, é mais fácil,** porque aí não tem todas essas regras, você não, não perde o poder da empresa, você não fica precisando dar satisfação, porque o investidor anjo ele tem o ônus e o bônus.

Então ele não vai pedir esse dinheiro de volta. Por quê? Se der tudo muito errado, no final, ele vai usar o put option por 1 real e vai embora e tchau, porque ele sabe que investir em startup é equiparado ao investimento de alto risco, é como se você comprar sessões, então você arca com o prejuízo.

Então, **a única vez que ele pede o dinheiro de volta é realmente quando o fundador comete algum ato que ele não deveria.** Claro que se ele pedir o dinheiro de volta pode inviabilizar, mas não é a prática de mercado ele pedir.

(...) O SAFE é um instrumento bom, dá para utilizar também, é bacana, mas é a questão é que assim, o investidor, mesmo que ele tenha muito conhecimento sobre o assunto, vai ficar inseguro com relação às regras do jogo, porque o SAFE não estabelece as regras do jogo exatamente.

Por exemplo, eu tenho um cliente que eu acompanho há muitos anos, eu já fiz mútuos conversíveis com ele, ele já vendeu várias empresas e agora ele fez um SAFE, só que ele fez um safe na Europa. Porque lá ele já tinha contato com as pessoas, ele já tem esse track record, essa bagagem, e aí **ele fez o SAFE porque nas condições que ele tinha ali era mais fácil fazer o SAFE, mas não porque é perigoso o investidor querer o dinheiro de volta. Era porque eles tinham um objetivo de facilitar.** O investidor já tinha confiança no empreendedor, já trabalhou com ele antes, **então vamos fazer um SAFE porque a gente não tem tudo muito bem estipulado, mas a gente sabe que o negócio vai dar certo.**

Temos também essa questão desses investidores, eles podem dar problema? Pode, **mas pode dar problema com o SAFE pode dar problema com mútuo, quando não tem muito conhecimento sobre o que é que está fazendo, ele vai dar problema de qualquer jeito,** então o nosso papel como advogado é assim trazer pro sob a ótica prática e mostrar para ele: "Olha, eu tenho SAFE, tenho mútuo, tenho o crowdfunding, tenho a tokenização."

Então assim, "Ah, eu quero fazer", mas por que que você quer fazer? Aí você senta com o seu cliente, se ele for investidor e conversa com ele e educa, ele

	<p>ensina ele, se ele não souber, porque assim ele não, não dá problema, você mitiga esse risco do problema acontecer. Eu não vejo isso como um modo pra você deixar de usar o mútuo.</p>
8	<p>Entrevistadora: Nas operações de investimento que você assessora, quais os instrumentos que você utiliza ou já utilizou?</p> <p>Entrevistado(a): Então, plataformas de equity crowdfunding, este ano, completam 6 anos de atividade regulamentada pela comissão de valores imobiliários, perante ao mercado de venture a gente se espelha muito nas boas práticas, que são aplicadas já por muito tempo e onde os investidores também já se sentem mais aptos. No início, na fase de early stage das startups, muito se fala que não existe uma criação de um novo contrato de algo muito disruptivo, é o mútuo conversível, um instrumento onde consegue abranger todos os pontos, trazendo segurança jurídica para as partes. Falando de plataformas de equity crowdfunding, eu desconheço hoje que uma plataforma não use mútuo conversível, então nós aplicamos o mútuo conversível na Angels Wallet, na Captable onde eu estava também era mútuo conversível, então é um documento mais complexo, onde abrange todas as questões e deixa a gente bem coberto de todos os pontos necessários.</p> <p>Entrevistadora: Você poderia destacar quais são os pontos fortes, além do que você já citou, e quais pontos de melhoria que você avalia em relação a esse instrumento?</p> <p>Entrevistado(a): Vamos lá, melhorias. Bom, eu com a Bits fui uma das pioneiras do Legal Design, então eu considero o mútuo conversível um documento ainda muito extenso, muito longo, onde existem ainda termos que não são de total proximidade, conhecimento de todos os investidores, porque é um documento que a gente está falando com o investidor anjo, investidor de plataforma, então quando eu concedo um documento onde ele vai estar investindo, obviamente, é necessário.</p> <p>A questão é de simplificar mais o que a gente está analisando e realmente trazer de uma forma mais direta e objetiva, porque eu acho que é também um afastamento das pessoas, ou simplesmente uma forma de ignorar esse passo às vezes, que é o que eu vejo de alguns investidores. “Ah, é muito longa, é muito extenso, meu intuito, o meu interesse é investir, vou botar apenas o meu aceite aqui, sem de fato ter a ciência e a leitura por completo daquele documento”.</p> <p>Então, o que eu colocaria de pontos positivos? Acredito que a segurança que a gente tem no documento, por ser um documento que tem todos os direitos e deveres envolvidos, tanto as startups quanto os investidores e o risco muito claro: é uma startup em early stage, tem um risco que faz parte desse negócio.</p> <p>Entrevistadora: Como funciona o vencimento ou conversão do mútuo no crowdfunding?</p> <p>Entrevistado(a): Existem hoje 2 formas de conversão de um mútuo dentro de</p>

crowdfunding, que é o formato de você ter ali uma nova rodada, um valuation acima do que foi estipulado na primeira rodada, então você tem um retorno daquele investimento somado à valorização, então valuation de 1 foi para 2, você retorna aquele valor para a valorização da empresa corrigido também por CDI, isso é uma aplicação também que a gente tem. Outra forma seria a conversão da empresa em SA após o vencimento do mútuo conversível. **Em média, os mútuos conversíveis de plataforma de Crowdfunding tem 5 anos.** Como eu te trouxe, a regulamentação desse mercado existe há 6 anos, então, provavelmente muitas rodadas ainda não tinham chegado a essa fase do vencimento, então eu sempre falo, **a gente está vivendo uma fase e daqui a pouco vai viver outra fase que é realmente da conversão desses contratos.** Quando eu trabalhei na Cap Table, eles já tinham feito diversas rodadas, então eu já tive a experiência de exit em plataforma de Crowdfunding, já tive a experiência de retorno do valor para os investidores pela transformação da Startup em SA. Acontece também o retorno do investimento do investidor corrigido por CDI, quando não existe valorização. **A última opção é realmente a perda daquele valor, porque as vezes a startup não performar, não conseguir trazer os resultados esperados e ir infelizmente à falência.**

Entrevistadora: Então essa na perda do investimento, vocês só consideram na hipótese da falência? Então, no caso de vocês, quando se trabalham com mútuo, é sempre há a possibilidade de devolução, a menos que a startup não performe e aí não tenha condições de fazer essa devolução.

Entrevistado(a): Exato, porque o investimento foi feito já nesse instrumento de dívida, então o mútuo conversível é um tipo de dívida conversível, então você já faz aquele empréstimo visando a valorização dele, em um médio, curto prazo e aquele retorno realmente vim ou pela correção do CDI ou pelo valuation. Então, o que a gente sempre procura, Startups que minimamente vão ter que captar daqui a pouco, uma ou várias rodadas e ter uma atualização de valuation para de fato ter aquele valor agregado para os investidores. E aí é um telefone sem fio, um falou para o outro, que fala para o outro, porque ainda assim existe pouca educação financeira no Brasil, então é algo muito novo. Quando a gente fala de ações, de algo que poucas pessoas conhecem, quando a gente fala de venture capital, menos ainda. Muitas pessoas têm aquela visão de investimento em startups, falando de milhões de reais, porque as rodadas normalmente estão envolvidas em milhões. Mas quando a gente fala de plataforma de crowdfunding, a gente está falando de investimento de dois mil, dez mil reais. Então por isso que eu acho tão relevante a aplicação do legal design, porque são pessoas às vezes que estão iniciando. São familiares, são amigos, são clientes daquela startup que querem ajudar, mas não tem às vezes cem mil, duzentos mil reais. Então elas têm um valor menor que querem investir na startup em troca, obviamente, de um pedacinho dessa startup. A gente fala, um “Mini IPO”, vamos dizer assim. É ainda assim, algo muito introdutório, as pessoas ainda pouco entendem o processo, por isso que eu vejo às vezes um contrato como algo às vezes que pode travar alguns processos. Acredito que a maioria não, muitos, já estão abertos à inovação, querem, de fato, já pensam mais no ativo de fato, do que nos riscos envolvidos. **Porque se tem uma plataforma de crowdfunding envolvida, tem toda uma regulamentação pela CVM, você**

	<p>tem todo o acompanhamento de um ente regulatório, então não é um grupo solitário de investidores que está tomando risco sozinho. A gente tem todo um acompanhamento de uma comissão de valores mobiliários que é super respeitada, então isso também é outro ponto do nosso mútuo, ele é mais agregado também à comparar com os outros mútuos, porque a gente tem a CVM ali acompanhando também esse processo.</p> <p>Entrevistadora: E em relação a todo esse processo de escolha, tanto do instrumento quanto a forma que aquela startup vai realizar uma captação, como é que você acha que os formatos e os instrumentos podem melhor se encaixar em cada tipo de startup e o seu momento também?</p> <p>Entrevistado(a): Acredito que em fase de early stage é difícil mudar um mútuo conversível de forma padrão que a gente já usa, acredito que a gente tem pouco histórico.</p> <p>Então se o Brasil for mudar ou for criar muita coisa é a mesma visão que eu falo de tokenização de contratos. Acredito que a gente tenha sempre algo a procurar, sempre a desenvolver, mas falando direito, falando de contratos, a gente sabe que o passo da inovação é um pouco diferente, ainda mais falando do passo de absorver e abraçar essa inovação perante a contratos. Então “Poxa Camila, mas vocês não estão investindo em startups? Não é algo super inovador?” É, mas quando eu falo de contrato, ainda tem que seguir um padrão, porque eu estou falando ainda de pessoas que estão ainda com muita dúvida, um ambiente muito incipiente ainda, então alguns padrões precisam ser seguidos.</p> <p>Então, falando de meio de contrato, eu seguiria sempre no formato mútuo falando de early stage, porque é algo que a gente tem que construir ainda um histórico muito positivo com os investidores e investidoras, para eles cada vez se sentirem mais seguros com os nossos modelos de contrato e ser só mais um passo e não um entrave em alguma negociação.</p>
9	<p>Entrevistadora: E nessas rodadas você poderia citar quais os tipos de contrato que você já utilizou e o que você mais utiliza?</p> <p>Entrevistado(a): O que eu tenho mais visto acontecer é o mútuo conversível, mas eu tenho trabalhado mais recorrentemente com títulos atípicos. Esse modelo foi escolhido essencialmente por uma conveniência tributária, afinal das contas, quando faz sentido nesse para isso, ou seja, por exemplo, as partes estão dispostas a não ter a decisão Futura de conversão, ou seja, quando a decisão de converter ou de perder o dinheiro é uma decisão, desde o primeiro momento, me parece que esse tipo de instrumento é eficaz.</p> <p>E se não há uma questão tributária ainda bem resolvida especificamente sobre o IOF, ainda que não haja essa questão tributária bem resolvida, esse instrumento nos oferece uma boa tese de defesa. Existem trabalhos mais direcionados nessa linha que tem defendido essa não aplicação, digamos assim, que há uma tese honesta e razoável de que não cabe IOF neste tipo de transação. Então, temos adotado isso. Então, no final das contas, como é recorrente, o</p>

	<p>societário e o empresarial, se amoldam ao tributário, o tributário faz acontecer.</p> <p>Entrevistadora: Além dessa questão da diferença tributária, quais são as diferenças desse título em relação ao mútuo? Como comentado, a questão da conversão, que não há possibilidade de devolução do valor por não se tratar de um título de dívida. Quais outras diferenças poderia destacar que colocam ele como um modelo acima do mútuo, que fez essa escolha ser realizada?</p> <p>Entrevistado(a): Assim, em vários aspectos, eles se aproximam, então eu não consigo, à primeira vista, de memória, traçar muitas linhas distintivas entre eles, porque no final das contas, o resto é tudo modelável e cada um faz do seu jeito. Assim é um mercado que tem uma heterogeneidade razoável. Eu diria que o para mim, é realmente é o direito de decidir ou não converter futuramente.</p> <p>No mais todos eles vão guardar mais ou menos a mesma estrutura, falar de valuation, de estabelecer alguns direitos sociais, descrever como é que vai acontecer a conversão. Naturalmente, se essa conversão, ela é facultativa, tem algumas preocupações adicionais de regular, como e quando isso vai acontecer. É quando ela não é facultativa, basicamente estabelece o modelo, mas além da ideia do consentimento eu não vejo grandes diferenças, pelo menos do ponto de vista conceitual, não vejo.</p> <p>Na minha visão, quando a startup se compromete a um título de dívida, de mútuo, ela está assumindo essa dívida. Num contrato de investimento, um título conversível, a possibilidade da startup, digamos assim, se exonerar dessa responsabilidade, desse risco, me parece mais clara do que num contrato de mútuo. Quando a gente caminha para o contrato de mútuo, eu não vi decisões a respeito, eu já vi estruturas em que a side letter ou que outras estruturas falam de renúncias.</p> <p>Para mim, esse tipo de solução começa a caminhar numa linha muito próxima de uma simulação. Me preocupa, não é algo que eu eu recomendaria ou não é algo que eu adotaria sem muitas ressalvas. Lidando nesse ambiente de startup, a gente está lidando num ambiente em que já existe uma prática contratual em consolidação, mas não dos litígios de startups.</p> <p>E é isso que eu tenho dito, inclusive quando eu negocio com o fundo, e ele alega que "Ah, mas ninguém debate isso, ninguém faz isso", mas não existe ainda uma cultura de litígio em startup, então a gente ainda vai descobrir o que desses contratos vão funcionar, o que disso vai sobreviver nos tribunais ou nas câmaras arbitrais. É, então acho que acho que existe uma questão ainda a ser descoberta. Eu acho que simulação é um risco razoável, quando a gente tratar eventual desnaturação do título, a pessoa contratar um mútuo e querer ele se comporte com outro tipo de instrumento, é um risco relevante.</p>
10	<p>Entrevistadora: Nessas operações que você atuou, geralmente, qual era o instrumento contratual utilizado?</p>

Entrevistado(a): Em quase todas as operações mútuo conversível. Assim de longe, esse é um instrumento que é mais utilizado na nossa experiência hoje.

Entrevistadora: E você pode falar porque que ele foi escolhido, quais os motivos que levaram à escolha?

Entrevistado(a): Bom, é difícil para mim, é dizer qual foi a razão, porque geralmente **quem tem o poder de escolher o formato é o investidor e geralmente nós não somos não atuamos para o investidor**, com exceção de raríssimas ocasiões em que a gente atuou muito pontualmente para investidores, geralmente advogamos para as investidas e geralmente esse formato já vem decidido de lá.

Agora, se eu tivesse que dizer qual seria a razão, **eu imaginaria que é porque esse é o modelo mais conhecido no mercado**, tanto pelos próprios fundadores, pelos assessores financeiros dessas operações, quanto pelos próprios advogados, que estão dos 2 dos vários lados dessas operações, **eles todos têm uma compreensão mais consolidada do modelo de mútuo conversível**. Aqui no Brasil, esse tem sido, na minha visão, um modelo mais utilizado.

(...) **Quem manda é o mercado, o mercado tem praticado o mútuo conversível, no fim das contas, é o que os investidores querem praticar. Não sei porque que os investidores eles têm essa fixação com o mútuo conversível, acertadamente já fizeram muito e tem dado certo, e aí, time que se ganha não se mexe.** Eu acho que é mais uma coisa nesse sentido. Além disso, os assessores financeiros dessas operações, os assessores jurídicos dessas operações, eles têm um conforto maior em usar o mútuo conversível e eu acho que esse é o aspecto determinante que faz com que eles optem por esse modelo.

Entrevistadora: Fazendo uma análise assim a respeito do mútuo, quais que você consideraria assim que são os pontos fortes e os pontos de melhoria dele, na sua opinião?

Entrevistado(a): Do ponto de vista, é do tipo contratual eu não acho que exista um ponto de melhoria do mútuo conversível, porque, na realidade, cada mútuo conversível tem uma realidade, é um contrato muito flexível, que permite que a gente possa criar muitas exceções, muitos tratamentos diferenciados, não existe, digamos, um mútuo conversível padrão é um pouco diferente do SAFE, por exemplo. **O SAFE ele tem uma estrutura que é meio que padrão do que ele funciona assim e praticamente todo mundo opera um SAFE é daquela forma ali e no mútuo conversível tudo é conversável, tudo é negociável e a gente pode criar muitos cenários diferentes.** Tem muitos conversíveis que são mais duros em que o investidor ele já chega ali com aquela, com aquele texto "bom, é assim, eu vou converter em tal momento, o gatilho da conversão é esse e eu só pratico assim porque eu só invisto assim e tal, esse é um estilo de investidor com um contrato mais fechado.

Eu tenho visto por outro lado, na minha experiência os investidores bem flexíveis, então eles vão chegar lá com a minuta deles, mas a gente vai ter várias

	<p>rodadas de reuniões, onde a gente vai conseguir trazer as preocupações da investida de forma transparente e a gente vai conseguir negociar muitas coisas, então isso para mim, então eu não vejo uma falha tipológica, do contrato de mútuo conversível.</p> <p>Eu vejo sim serem praticados muitos mútuos conversíveis sem que haja uma flexibilidade do investidor, o que, somado a uma necessidade da investida, acaba gerando às vezes alguns contratos muito ruins. Mas isso não é um problema do modelo de contrato, é um problema daquele contrato que foi negociado.</p>
--	---

Bloco 2: Experiência Prática, Riscos e Harmonização de Interesses	
1	<p>Entrevistadora: Tenho ouvido bastante isso de que são incorporadas estruturas que foram criadas pelo SAFE para o mútuo, mas um ponto que para mim não tem como ser incorporado no mútuo é a questão de retirar a devolução do valor, se não ele acaba perdendo a própria natureza de mútuo. Como é isso funciona na prática?</p> <p>Entrevistado(a): Eu acho que a mudança do mercado, principalmente do retorno do olhar de investimentos é para questões básicas que talvez ali, até 2019, 2020, tinha um rigor muito menor do investidor do que tem aí nos últimos anos. Eu acho que isso é intensificou a discussão sobre esse aspecto, dentre outros, como por exemplo de cláusulas anti diluição, mas esse também virou um ponto de discussão na mesa que antes, talvez fosse menos rigoroso. O investidor estava menos rigoroso com algumas proteções.</p> <p>Antes eu percebia que é as negociações elas eram muito mais fáceis não muito, mas eram mais leves do que nos últimos 2 anos, 2 anos e meio para cá. Essas questões agora são mais difíceis de serem negociadas e o investidor não está mais topando tanto, por exemplo, deixar de ter uma cláusula de garantia do retorno do investimento, o que para mim, na minha opinião, é contraditório, porque se você se interessou por investir em num mercado de tantas incertezas e volatilidade, como é o ecossistema de startups, está intrínseco o risco de não ter o retorno financeiro, é esperado até mesmo da perda daquele investimento.</p> <p>Então, no meu ponto de vista, é uma contradição o investidor anjo querer colocar na mesa e negociar uma cláusula que garanta para ele o retorno do investimento, mas, por outro lado, eu tenho visto vários founders aceitando esse tipo de condição, até por essa dinâmica da economia, do mercado, das restrições de verba para esse tipo de investimento.</p> <p>Compartilho desse entendimento, nessa contradição, porque você investe em startup, porque você quer ter essa possibilidade de crescimento exponencial que vem por desse mercado de incerteza que ele pode crescer muito. Mas aí é o mesmo tempo. Você não quer ter esse risco? Então é como se não quisesse</p>

	<p>compartilhar os 2 lados da moeda, né? Exatamente, então eu também acho quer ganhar se ela crescer e não tiver sucesso quer ter a garantia do retorno. Para mim perde um pouco do conceito.</p> <p>Para mim é super contraditório ter esse tipo de cláusula e ao mesmo tempo ter a taxa de desconto. Então, para mim é contraditório, mas é isso tenho outro visto muito mais frequência. esse tipo de condição e infelizmente, os founders aceitando essas condições pela escassez de investimento do mercado.</p> <p>(...) Eu acho também que o papel do advogado que atua no com uma inovação em startups, ele tem um papel de facilitador, porque nem sempre você está lidando com um investidor qualificado, e qualificado eu digo que conhece a atuação desse ecossistema e muitas vezes você também está lidando com founders, que é a primeira vez que ele está indo buscar investimento, ou na sua segunda é experiência, então acho que o advogado ele tem esse papel de facilitar. Nesse caminho de ser um facilitador, inclui você tentar explicar essas particularidades do ecossistema e trazer exemplos e alternativas.</p> <p>E aí só pra compartilhar com você assim, eu tive nas 2 últimas operações que eu fiz exatamente essa discussão, que o investidor queria colocar a cláusula de retorno bem genérica, objetiva, e eu tentei justamente trazer ali algumas condições para que isso acontecesse, exatamente isso que você acabou de falar e infelizmente, nessas 2 operações a gente não conseguiu. Porque eu acho que tem uma mudança mesmo desse jogo que existe entre investidor e founder.</p> <p>Até 2019 tinha aquele FOMO do investidor, de se ele não entrasse naquela startup, o concorrente entra e ele ia perder aquela oportunidade. E o jogo virou. Então agora o meu feeling é que o jogo virou e o investidor achando que a startup precisa muito mais dele do que o contrário, e ele está trazendo condições muito mais rigorosas para a mesa. Eu lembro muito bem que em uma dessas operações eu expliquei, falei "Olha, mas tem que ser <i>fair</i> a questão", mas não teve jeito, o investidor não topou e o founder, coitado, teve que aceitar.</p>
2	<p>Entrevistadora: Sobre o valuation futuro que você mencionou, queria entender se investidores aceitam isso? Como é que é isso no mercado brasileiro né? O que você tem visto na prática hoje em relação a isso?</p> <p>Entrevistado(a): Eu vejo mais um Valuation pré-fixado, até por uma questão de maturidade dos empreendedores. Esse mercado de fundraising cada vez mais está ficando mais maduro. E também tem aquela questão do mercado ele se corrigiu nesses últimos meses. Se você pegar oito meses pra trás eram valuations muito mais inflados e hoje é um valor muito mais realista. Ou seja, então tem que ver qual é o risco que o investidor quer tomar e também tem que entender o modelo de negócio daquela startup, então vai do investidor tá? Mas regra geral assim é mais pré-fixado.</p>
3	<p>Entrevistadora: A startup se deparando com um investidor como esse, que ele não abre mão de jeito nenhum de tirar essa questão da devolução, que sente que</p>

ele traz alguns entraves, é melhor não pegar esse dinheiro porque pode dar problema ou arrisca na expectativa de que ele não vai pedir o dinheiro de volta? Um conselho mais até de empreendedora e investidora do que até de advogada, o que você acha? Vale a pena esse dinheiro ali arriscado?

Entrevistado(a): Olha, isso eu falo pra todos os meus alunos e para as empreendedoras com quem eu converso. **O investidor, ele tem que tá alinhado com os seus valores, os seus princípios, com o seu negócio, então, se você encontrar uma pessoa que vai agregar ao teu negócio,** seja com rede de relacionamento, seja com mentoria, com o auxílio que você precisa. Essa pessoa agrega muito valor? Você confia nela? Já viu o que ela fez antes? O Empreendedor e a empreendedora precisa analisar o background desse investidor ou dessa investidora. Como que ele é visto entre os empreendedores? É uma pessoa de bom relacionamento? É uma pessoa que efetivamente vai ajudar? Quantos investimentos já fez? Tem experiência? Precisa fazer uma análise, não é só investidor que vai analisar o negócio, o empreendedor também precisa fazer essa análise, **eu vejo muita gente pegando dinheiro por dinheiro e colocando os pés pelas mãos.**

Tem um caso que eu estou extremamente preocupada com a pessoa que já se comprometeu com um monte de gente e estou vendo que vai perder a mão do negócio, porque não se organizou financeiramente de forma adequada e pega dinheiro porque precisa de dinheiro e não vai alinhando, então não tem ajuda. A hora que o dinheiro acaba ele acaba, você não consegue trazer incremento para o teu negócio com esse investidor, essa investidora. **Então assim, se você analisou tudo isso, tem muito valor pro teu negócio, você está confiando nessa pessoa. Eu assinaria um mútuo também, sem nenhum problema.**

Logicamente, daí que é uma outra situação que tenho pensado muito e eu já conversei com você, é que geralmente **os instrumentos trazem muitas obrigações para quem está empreendendo e muitos direitos para o investidor.** Seja de veto, seja de participar do conselho consultivo, **mas assim, e essas obrigações do investidor ou da investidora? Não vejo nos instrumentos.** Então acho que também teria que constar.

Você gostou dessa pessoa que vai investir, essa pessoa agrega muito ao negócio, você confia nessa pessoa, entende o que ela já fez da vida nessa jornada de investimento, ok um mútuo. Mas então vamos colocar ali algumas cláusulas, que essa pessoa está à disposição para as competências “essas e essas” que ela vai ajudar com “isso e isso”, que ela vai participar de uma reunião mensal com o negócio. **Então, eu acho que a gente tem que criar também algumas regras pro investidor não escapar. Porque isso é algo que se vê muito, não ajuda em nada e as vezes fica com uma fatia enorme do negócio.**

Entrevistadora: Você acha que por exemplo, vamos supor que a gente tem um contrato em que não é permitida a devolução deliberada do valor, mas em hipótese de má fé, desvio de finalidade, você acha que essa seria uma hipótese também a ser incluída nesse rol de possibilidades? E como que a gente poderia delimitar isso?

	<p>Entrevistado(a): Eu acho que poderia até incluir no instrumento, diante de fatos graves, a gente poderia até tentar elencar. Acho que a gente pode colocar, mas eu não sei se a gente conseguiria colocar, a depender do instrumento, a devolução do valor. Talvez a gente tivesse que criar uma regra, de uma indenização, uma multa. Porque vai ali contra o instrumento, se eu estou assinando um instrumento de opção, subscrição, opção de compra, eu me comprometo no futuro a subscrever o contrato. Então, como que agora esse documento retorna o dinheiro efetivamente? É uma coisa que vai desvirtuar a natureza dele. Mas acho viável sim e justo, uma característica de uma cláusula sancionadora mesmo. Se caso aconteça vai ter que pagar uma indenização, vai ter que pagar uma multa, enfim, teria que pensar qual que seria a melhor opção nesse caso, mas acho que poderia ser justa mesmo.</p>
4	<p>Entrevistadora: Se um investidor, ele quer usar um mútuo, com o intuito de se der errado ele pegar o dinheiro de volta, é melhor não pegar esse dinheiro? Como é que fica essa questão?</p> <p>Entrevistado(a): É tudo, tudo depende do das oportunidades que tem na frente, né? Não pegar o dinheiro considerando o Brasil... olhando o próprio Estados Unidos, se você olhar os livros americanos, os empreendedores vão dizer "Ah, eu tive 200 não, 150 não", lá também é difícil, mas lá, eu acho que é difícil até o cara ter um pitch bom. Tanto que os caras dizem, a lógica de investimentos nos Estados Unidos é o seguinte, tu lista todos os caras, tu te aproxima, tu chega perto e tu começa fazendo pitch para os piores, porque tu vai melhorando o teu pitch e quando chegar no cara que tu quer teu pitch está afiado. E no Brasil não tem tanto lugar para o cara bater. Então quando alguém acena com um cheque é difícil tu pensar em que vai ter que devolver esse dinheiro. Então é difícil essa opção assim, de não pegar o cheque, tem que ser muito ruim o contrato e o empreendedor tem que estar muito bem seguro do seu produto, seu serviço.</p> <p>Então é não é tão binômio assim, sabe? É uma série de circunstâncias. Às vezes é uma oportunidade de "eu vou pegar esse investimento porque eu tenho que entrar numa outra rodada ali da frente". Eu vou fazer rodada ponte, porque ali na frente eu tenho um investidor maior, só que se eu não pegar esse investimento ruim aqui, eu não chego no maior. Então tem toda lógica difícil de mensurar assim. Tem vezes que olho pro empreendedor de cara, se tu tiver que assinar como fiador na pessoa física, tu não faz.</p> <p>A gente conseguiu agora 2 mútuos com CVCs grandes, que na verdade não são bem CVCs, no Brasil, a maioria dos CVCs não são CVCs, muitas não fazem o que deveria ser feito, que é constituir um FIP que é um fundo de investimento de participações, lançar uma grana no fundo, pegar um administrador e investir em startups com prazo definido com dinheiro definido. O que que as empresas fazem, elas contratam aceleradoras que vendem esses "CVCs as avessas" eles pegam, investem com mútuo conversível, o que daí é ruim porque eles têm que lançar isso, na contabilidade. daí se der problema, vira prejuízo lá na frente.</p> <p>E aí o cara fica muito apertado, porque ele diz assim "na minha operação lá de</p>

	<p>prego, um centavo por 1000 unidades, é muito dinheiro" daí o cara olha pro lado e assim e os cara tão investindo naquela startup ridícula ali, então assim. O por isso que o CVC com o fundo estruturado é melhor porque tu tira da visão do teu negócio, mas com mesmo esses fundos estruturados têm cláusulas que, pra minha percepção, são abusivas eu acho que é meio talvez muito forte o termo, mas que são desproporcionais e descabidas.</p> <p>Eu não quero que o empreendedor, além de ter que tocar um negócio, desenvolver gente, achar um market fit, conseguir crescer growth, pensar que se ele não fizer isso tudo, ele ainda vai ter que entregar a casa que ele mora. Isso tudo é muito desproporcional. Então eu acho que a maturidade mesmo e aquela história também das oportunidades, porque como tu é o dono do dinheiro, o dinheiro é escasso, tu se agarra em todos os direitos possíveis.</p> <p>Até a linha que eu sugiro que tu vá numa linha, se não é assim de "Ah, é injusta". Não, é uma linha de que cara é faz mal pro negócio, faz mal pra ecossistema. Porque que o SAFE é tão bom, cara? É um documento único: "quer, não quer, tchau". O SAFE é aquele pay to play, que é uma cláusula, inclusive, que tem alguns contratos de mútuo, que é a possibilidade de participar de novas rodadas.</p> <p>O SAFE seria uma coisa assim, cara, eu estou botando 100000 USD aqui, porque ali na frente, cara, se esse negócio realmente virar, eu quero botar mais. E aí o mútuo no Brasil e na cabeça do investidor brasileiro, é ao contrário, é eu vou botar isso aqui, só que eu tenho e eu quero tirar um montão, sabe? Então é um pouco da escassez. É uma lógica de eu não vou acompanhar, em contrato de mútuo a gente nem pede para colocar a cláusula de follow-on, só se for um pouquinho maior, mais estruturado.</p> <p>Até um deal que a gente está fazendo agora, com um fundo muito grande e disse que quer ter direito de participar do deal até tantos por cento da próxima rodada. Então ele já pediu, mas ele já limitou o quanto ele consegue participar, porque também não quer emperrar o próximo deal. Mas a lógica é diferente lá e o cara, o investidor menor paga para seguir participando, aqui o cara paga para sair, o cara paga para ter um múltiplo sair, porque ele não tem tanta grana assim.</p>
5	<p>Pergunta Entrevistadora: Você mencionou a Side Letter, qual o benefício prático que você vê e como é que isso é utilizado?</p> <p>Resposta Entrevistado(a): Na side letter o que que acontece, quando a gente usa o SAFE, a gente vai usar o documento pra todo mundo da rodada e às vezes por exemplo o fundo de investimento tem essas restrições de precisar de um direito de informação que outros investidores lá fora não precisam, e então pra gente não mexer numa minuta que está todo todo mundo vai assinar igual (desconto, valuation cap...). Nós inclusive nem colocamos o nome do investidor no preâmbulo, só muda o signatário. Quando a gente leva para uma side letter alguns requisitos, alguns direitos que são necessários para determinado investidor</p>

a gente não precisa discutir com todo mundo da rodada. Até porque é uma obrigação da companhia diretamente com esse investidor. Então não é obrigação dos demais. Então eu acho que tem muito disso. **Colocar numa side letter é a possibilidade de a gente fechar a rodada mais rápido. Às vezes até terminam assinando o SAFE, sem nem mesmo ter assinado a side letters porque a Side Letter que vai ser mais objeto de discussão do que é o próprio instrumento do SAFE.** Que ele serve mais pra ser um padrão, um título aqui rápido que vai pegar os direitos da próxima rodada e e é isso. Então acho que essa é a vantagem.

Eu tive agora recentemente, na verdade foi um caso de um colega da na minha equipe, mas a gente chegou a discutir sobre isso, foi que **chegou um SAFE alterado. A gente sabe que o SAFE é padrão, é aquele da YC, todo mundo quer um SAFE vai lá no site da YC e baixa, e aí vou escolher o modelo dependendo do que é que você quer pra sua rodada,** se você quer um desconto, colocar um desconto pra os investidores, enfim. Então você baixa lá o instrumento e é bem padrão. E aí a gente pegou esse "SAFE" que alteraram a redação de algumas palavrinhas, alguns conceitos. A grande questão do é que é tudo com base em termos definidos. E eu lembro que a gente pegou esse safe que eles tinham alterado uma cláusula e pegou a gente muito de surpresa. A gente tem um procedimento de estar sempre comparando minutas, ou seja, sempre que vem um minuto pra gente a gente compara com a anterior e foi ótimo a gente comparar nesse caso que a gente viu que eles tinham alterado. Mas não é padrão de mercado. **Então se você começa a alterar uma minuta e ela deixa de ser o padrão, e assim ela deixa de ter a função que ela tem que ser esse título rápido** que as pessoas só mudam ali o desconto, por exemplo e restante gente já tem mapeado porque é sempre a mesma coisa. **Então por isso levar pra Side Letter é muito vantajoso, pra não mexer numa minuta, que as pessoas já conhecem.** Inclusive às vezes pode até ser visto né com maus olhos assim né poxa ele alterou aqui, porque às vezes **você vai analisar o documento presumindo já o conteúdo porque ele está intitulado como SAFE você já imagina que tem aquele conteúdo,** mas claro a gente sempre tem que fazer as comparativas. Então essa alteração pode ter se encarado com uma postura ruim pela outra parte.

Pergunta entrevistadora: Gostaria de entender um pouco mais sobre essas restrições da CVM, em relação aos tipos de exigências.

Resposta Entrevistado(a): A instrução normativa se chama Instrução Normativa 578 da CVM e ela é pros fundos de investimento privados tá? **Temos algumas restrições para garantir que ela seja observada pela companhia e que caso não seja a gente tem que ter uma cláusula de indenização pra o fundo de investimento.** Então pra gente é muito importante ter essa instrução normativa sempre em mente.

	<p>A gente teve um caso recente de um investimento numa estrutura de delaware e pelo fundo e a gente teve que trazer numa side letter dois direitos que o fundo precisa necessariamente ter, que é o direito de informação que estão presentes nessa instrução normativa, como tipos informações anuais, informações trimestrais, é semestrais, se ela precisa ser auditada ou não, a partir de um faturamento de X a empresa precisa passar essas demonstrações financeiras por auditores independentes, enfim. Então tudo isso está lá e são algumas restrições para a sociedade investida.</p> <p>Se a gente não consegue garantir que a sociedade investida vai cumprir com essas com essas restrições vai estar de acordo é um risco grande pro fundo e, portanto, às vezes até a administradora sequer pode assinar. Então com certeza a gente teve isso na side letter.</p> <p>Pro SAFE também é muito importante ter sobre a ingerência sobre a companhia. A gente pediu a indicação de um membro observador pro conselho. Que pra gente é importante pro nosso cliente, é importante ter, ele gosta de ter uma voz ativa nas deliberações da empresa, principalmente porque ele investe em empresas, em estágio inicial, né? Então ele tem muito interesse em contribuir e fazer com que a empresa cresça, porque o eu costumo dizer que o fim do VC é o M&A. Todo investidor quer que a empresa que ele investiu chegue fique maduro o suficiente para ser de fato comprada e ele o fundo de investimento conseguir ter o retorno e sair da operação.</p> <p>Porque foi um investimento tem um prazo de duração então ele não vai ficar ali pra sempre. Exato. E determinado momento ele começa a desinvestir. Então ele tem muito interesse em estar dentro da empresa e ter voz ativa e ser convidado pra todas as reuniões de conselho. Então a gente também pediu nessa side letter direito de ser membro. Salvo engano era um membro observador. Porque até pra não ter um conselho muito grande, com membros efetivos, a gente muitas vezes pede um observador, mas que tem uma obrigação da empresa de convocar, apesar dele não ter voz.</p>
6	<p>Pergunta Entrevistadora: (...) Em relação a isso é possível afastar a possibilidade de devolução do valor, sem que se obrigue a conversão para não obrigar ninguém a associar-se a algo que não deseja?</p> <p>Resposta Entrevistado(a): A gente tem uma resposta para isso, que é uma opção de venda. Todos os contratos de títulos a gente coloca assim "caso a estratégia deixe de se alinhar com a estratégia de investimento de longo prazo do investidor, ele vai sair do empreendimento vendendo o direito de crédito dele e o direito de futura participação societária dele de volta para a startup no valor de R\$1,00.</p>

Preciso colocar sempre para você, que é com muitas ressalvas, porque não existe jurisprudência sobre o tema, **então até muito importante que todos esses contratos eles tenham cláusula arbitral**, porque a gente imagina que o tratamento seja mais técnico e mais, a liberdade, da vontade que as partes expressaram naquele momento. Porque no futuro, quando algum problema acontecer, é muito fácil alguém dizer que a cláusula é abusiva, mesmo que hoje estejam todos concordando.

Pergunta Entrevistadora: Justamente nessa questão da proporcionalidade e paridade das partes. Queria também entender de você nos 2 contratos, tanto esse Título, que foi um contrato atípico, que vocês é, trouxeram quanto no Mútuo Conversível é como é que você acha que os riscos foram distribuídos, né? Entre o investidor e o empreendedor, você acha que teve uma disparidade em qual contrato, de que lado e também como que isso foi discutido?

Resposta Entrevistado: Como eu tenho vários casos diferentes, é, eu acho que os tratamentos são diferentes. Eu já lidei com investidores que são muito tranquilos com essa possibilidade de não ter nenhum retorno, por exemplo. **São investidores que entendem que é um investimento de altíssimo risco e que entendem que se a startup não dá certo, ela não deu certo e pronto.** Por outro lado, eu já fui também advogada da startup e lidando com grandes fundos que estabeleceram diversos mecanismos para poder se proteger como direito de preferência na aquisição do software.

Eu já tive caso de uma startup que assinou o contrato em no dia seguinte, sem nenhuma ressalva. Já no caso de investidores mais tranquilos e conscientes, por exemplo da oportunidade que tive de participar de uma rodada com um investidor que tinha experiência investindo nos Estados Unidos.

Então eu acho que é, depende da negociação e depende de quão bem a startup está assessorada. E eu acho que isso é relevante, mas o **investidor tende a ter um pouco mais de poder nesse tipo de negociação, pois é o lado que está com dinheiro**, que costuma contratar uma advocacia mais especializada, esse tipo de coisa. Então acredito que **a premissa de ausência de pressuposto de paridade nos contratos empresariais entre startups e investidores se confirma, sendo o investidor o lado mais poderoso da negociação.**

Pergunta entrevistadora: Quais é dificuldades vocês sentiram em um processo de pré-investimento? Nessas negociações, na construção, na elaboração de um de um bom contrato, quais foram as dificuldades?

	<p>Resposta entrevistado: Já aconteceu do resultado da due diligente inviabilizar investimentos, mas eu não vou dizer que isso é uma coisa negativa.</p> <p>No mais, o advogado que está do outro lado da mesa pode ser uma dificuldade ou um impecilho nesse processo de investimento, é muito importante ter dos dois lados partes que conheçam a dinâmica do mercado de startups para se comunicarem em uma mesma língua.</p>
7	<p>Entrevistadora: Sobre o investidor não estar ainda presente no cap table e como é que vocês organizam, por exemplo, múltiplos contratos de mútuo ou SAFE, ou qualquer outro? É pra ir acompanhando como esse captabel vai mudar ao longo do tempo, né? Por exemplo, tem um mútuo que vai vencer em 2027. Tem um outro que vence em 2028. Como é que vocês acompanham esse registro? E essa linha do tempo?</p> <p>Entrevistado(a): Essa é uma boa pergunta. Desses múltiplos contratos a gente costuma fazer uma planilha no Excel com todos os sócios, com a porcentagem que eles têm atualmente, com todos os investidores anjo que aportaram, então aportou setembro, um em outubro, outro ano que vem vai aportar mais um e aí a gente coloca nessa planilha que o empreendedor ele tem que ter esse cuidado de acompanhar, com fórmulas e tal. E aí a gente analisa como vai ficar a diluição desse fundador, o vencimento, a partir de quando e como eles vão ser feitos. Então normalmente o que que acontece? A gente faz em rodadas de investimento, então não é uma coisa muito complicada de se acompanhar.</p> <p>Próxima rodada de investimentos a gente vai ter que seguir as diretrizes dessa primeira, que a gente fez. Por isso, que além do mútuo conversível, a gente faz um acordo de acionista, de sócios no caso, porque ainda é uma empresa limitada.</p> <p>Entrevistado(a): (...) Isso acontece na prática, a gente chama de follow on. Ele tem o direito de continuar nas rodadas, mas por isso que precisa ser bem estabelecida as regras do jogo. Porque, por exemplo, eu como fundador, posso ser diluído até quanto? Eu, como investidor anjo, posso participar até quanto? Na próxima rodada, por exemplo, a gente fez um valuation e eu com os meus 5% na Série A gente viu que a minha porcentagem para eu continuar na sociedade eu tenho que desembolsar 1 milhão de reais para ter o direito de continuar aí eu tenho que pagar para ter o direito de follow-on, não é que ele vai ter esse direito de graça.</p> <p>O que que a gente pode colocar? Um desconto sobre esse valor "Olha, você vai pagar 20% a menos do que vale", a gente congela um valor e coloca condições mais amenas, porque, afinal, eu fui a primeira a acreditar na tua startup, então eu tenho alguns privilégios para a próxima rodada, esse o é objetivo. A gente dá um desconto no valuation, então é essa é a graça do jogo, sabe? Eu investi primeiro e então eu tenho direito a certos privilégios.</p>
8	<p>Entrevistadora: Questões típicas do SAFE como valuation futuro e na definição do valor se aplicam no crowdfunding, isso tem sido aceito e praticado pelo</p>

mercado?

Entrevistado(a): Tanto a primeira pergunta quanto a segunda, não. Primeiro que **como a plataforma de crowdfunding nós temos já que lançar oferta pública com o equity já definido assim como o valuation, então eu não consigo fazer nenhum tipo de flutuação, antes, durante ou depois da rodada.** Elas têm que estar totalmente pré estabelecidas, porque quando a Marcela bota 5000 reais, ela já tem uma percepção do quanto daquela fatia ela vai estar fazendo parte, e isso falando de crowdfunding de fato, não existe como, regras da CVM já são estipuladas, a gente não consegue fazer nenhum tipo de alteração, assim como o segundo ponto, como a gente está falando de equity crowdfunding, a possibilidade do investimento, a gente tem que vender isso, porque a forma que a gente atrai os investidores, é de fato investir, não só por inovação, não só por realmente ter algo disruptivo, mas de fato, ter a possibilidade de um potencial investimento, com um o retorno super agressivo, então ambas essas possibilidades, falando de crowdfunding, é hoje pela CVM é realmente impossível, não existe.

Do primeiro ponto, não sei se chega a abranger um pouco a sua pergunta, mas **em alguns casos, aqui na Ventiur, a gente pode trabalhar com equity variável, mas a gente já tem um equity pré-estabelecido, que vamos dizer “de 5 a 15 com tais entregas com tal valuation é estipulado”.** É a única forma, um pouco adaptável que eu lido no meu dia a dia, fora isso, são todas estipuladas já em pré-lançamento de oferta.

Entrevistadora: Os investidores em crowdfunding têm direito de ter um follow on?

Entrevistado(a): Como o valor ali deles normalmente é muito pequeno quando eu falo de coletivo **eles são notificados, mas eles não possuem no momento ali da nossa, do nosso contrato cláusulas de preferência.** Então eles são notificados, eles podem acompanhar, mas eles não têm ali, de fato, uma preferência. Se for investidor líder ou algo do gênero, é um outro ponto, mas falando dos investidores em geral não.

Entrevistadora: Como é que se dá, assim, venceu o mútuo e aí é no caso, esse grupo de investidores, eles, quando convertem, eles se mantêm como um grupo dentro do captable da startup ou geralmente eles já convertem e saem e acabou ali a relação.

Entrevistadora: Como é que se dá a relação com a empresa, venceu o mútuo e aí, no caso, esse grupo de investidores, eles, quando convertem, eles se mantêm como um grupo dentro do captable da startup ou geralmente eles já convertem e saem e acabou ali a relação?

Entrevistado(a): Normalmente, **o movimento dele já é de conversão para ter o retorno.** Novamente, se é um investidor líder, se ele tem já expectativa de fazer um follow-on é diferente a relação que ele vai ter com essa etapa, mas investidor de varejo que a gente fala normalmente, **o objetivo dele é a saída e conversão já**

	imediatamente.
9	<p>Entrevistado(a): (...) Em relação ao título, eu nem sempre chamo de SAFE. Eu tenho a maior, é pé atrás, quando a gente fala de incorporação de instrumentos estrangeiros. Eu confesso que eu não domino bastante a experiência contratual estrangeira, para dizer o quanto ela é replicada para a gente dar o mesmo nome. Apesar de eu saber que o mercado se dá. Eu, eu tenho, talvez, um purismo adotado a essa nomenclatura mais tradicional, de título atípico ou de contrato atípico, ainda que eu reconheça que algumas ferramentas ali são própria do SAFE, mas pode ser que com um estudo mais aprofundado, eu chegue à conclusão de que são bem parecidos.</p> <p>Entrevistadora: Acredito que o seja realmente correto não utilizar o nome do SAFE, porque para usar o nome do safe no meu entendimento ele tem que ser de fato, o contrato não modificado. Tanto que o safe, ele vem lá com a cláusula dizendo que as partes deixam claro que não modificaram as suas cláusulas, justamente por ser ali um instrumento conhecido. Nesse sentido, quais os pontos positivos e negativos que você vê aí nessas na comparação entre ter um contrato super flexível, em que você consegue delinear e um outro mais é padronizado com cláusulas essenciais?</p> <p>Entrevistado(a): Eu entendo que no ambiente de negócios e exponencialmente no ambiente de startups a flexibilidade é da essência, você querer adotar uma régua muito dura para lidar com ambiente de negócios, certamente você vestir uma roupa que está muito folgada ou muito apertada, porque no final das contas, cada negócio tem uma dinâmica de desenvolvimento. Tem uma relação societária, tem uma dinâmica de funding absolutamente próprios. É, eu não vejo como necessário, essencial que os contratos sejam, é semelhantes, em ambientes diferentes ou empresas diferentes, em estruturas empresariais diferentes. Eu não vejo a necessidade disso. A minha preocupação, falando especificamente quando advogo para investidas é que a gente tenha uma relativa homogeneidade dos instrumentos celebrados pela mesma empresa. Então eu estou muito mais preocupado com isso. O que é que eu acredito que é viável é e funcional, é que dentro de cada organização a gente guarde. É uma similitude para que os contratos não se choquem ou para que você não conceda as coisas em caminhos diferentes. Eu entendo que essa que essa é flexibilidade é essencial. Ela deve ser ela deve ser menos maleável dentro de uma mesma estrutura.</p> <p>A única preocupação que eu digo é, que a gente varie, mas não fuja da natureza do instrumento. Só acho que a gente não pode criar tantas variações a ponto de que a gente não reconheça aquele instrumento, de acordo com a sua natureza essencial. No âmbito contratual, a gente totalmente atípicos, eles são feitos para isso. Não vejo por que eu vou pegar algo que é um instrumento típico e botar tantas ferramentas a ponto de que eles se tornem outra coisa. Eu não vejo vantagem efetiva nisso, a gente só cria mais confusão do que do que clareza na minha visão.</p> <p>Entrevistadora: Do ponto de vista relacional, o que eu tenho buscado também é</p>

	<p>entender como um contrato é mais enxuto pode ajudar a facilitar a relação ali entre investidor e investida. Porque quando a gente tem muito a negociar, os conflitos, eles surgem, porque se tem muito a discutir, às vezes, se isso não estivesse lá, não estaríamos discutindo, olhando para isso e debatendo tendo um desgaste, não é? Então eu tenho pensado também nessa linha.</p> <p>Entrevistado(a): Minha experiência bem parecida com isso, se confirma bastante o que você está me dizendo. A gente vê que os fins muitas vezes fundos, investidores em geral, negociam direitos que eles não exercem depois, como certos direitos de participação política, gastam tempo e energia negociando e no fim do dia eles não têm braço para exercitar aquilo. Então me parece que é eficiente entender o que é essencial e regular mais o essencial, e talvez deixar algo para o campo do relacional, fosse desejável.</p>
10	<p>Entrevistadora: Como que você avalia a situação da possibilidade do investidor solicitar o valor do mútuo de volta em face a uma possível vulnerabilidade da startup, sobretudo em estágios mais iniciais?</p> <p>Entrevistado(a): É o perdão da dívida, é contratualizar o perdão, então assim, basicamente a gente pode dispor no contrato de multa conversível que na hipótese de o investidor não querer converter, porque ele entende que a startup não performou o suficiente ou algum outro motivo. Então assim a gente pode sempre contratualizar que, a depender das circunstâncias, não havendo não exercendo o investidor o direito de conversão a ele é obrigado a perdoar o mútuo, a não ser, por exemplo, que isso aconteça por um ato de má gestão do founder.</p> <p>Por isso que eu disse, é um documento muito flexível. Você pode colocar aí em várias condições resolutivas para um perdão condicionado a uma hipótese de se verificada vai livrar a startup de pagar o mútuo. Então tudo isso pode ser feito para justamente você não ter uma corda no pescoço do founder ali, que aceitou aquele investimento. E agora porque o investidor não quis converter então a empresa dele vai basicamente fechar, porque ele vai ter que pagar 2, 3 milhões para aquele investidor, isso não existe.</p> <p>Então, o perdão do mútuo condicionado a certas circunstâncias pode ser uma solução. Para esse cenário, eu já fiz isso. Veio a minuta do contrato sem o perdão e uma das coisas que a gente precisou fazer foi convencer esse investidor de que ele tinha que aceitar o perdão. É claro que não ia ser um perdão em qualquer situação, mas se a gente provasse que a gente agiu diligentemente, que a gente combinou como é que a gente vai usar o recurso investido, de fato, usamos, assim como foi prometido, tudo foi transparente, tivemos as melhores práticas de gestão, mas ainda assim, o investidor não quis converter porque não quis, eu tenho que pagar esse mútuo, ele tem que perdoar. Então a gente contratualizou e fizemos assim.</p> <p>Entrevistadora: Então queria que você trocasse assim da prática. Como é na mesa de negociação ali com o investidor, o que eles não abrem mão? O que é, é difícil de negociar? Como é que tem sido essa relação e o que que você tem sentido sobre isso?</p>

Entrevistado(a): Geralmente, o **que é mais difícil de negociar nos mútuos conversíveis, são os direitos de interferência na investida.** É aquele investidor que ele faz questão absoluta de ter um direito de veto ou um voto afirmativo, ou ele quer aprovar certos dispêndios financeiros acima de tanto. Geralmente são investidores que querem fazer um use of proceeds, ou seja, eles querem é discriminar como é que o recurso do investimento pode ser usado pela investida, não vai dar um cheque em branco na mão do founder, ele quer "Vou te dar esse dinheiro aqui, mas só vai poder usar nisso, nisso, nisso nisso".

Ele às vezes quer um acento, ele quer um board, ele quer ter uma cadeira nesse board, e aí depende muito do perfil desse investidor. Então realmente cada investidor é uma realidade, você vê o que é caro, o que é relevante para o investidor é muda de acordo com o perfil. Mas assim, geralmente, na minha experiência é isso que eu lhe disse, geralmente é governança, use of proceeds, voto afirmativo e veto, geralmente é o mais difícil de negociar. Algumas coisas de governança são de, por exemplo, "Ah, eu quero uma auditoria anual na investida e ela tem que ser tem que ser da Deloitte ou similares" isso é super negociável esse assunto é mais perfumaria.

E aí é o dinheiro dele que tá sendo gasto ali livros lá da Deloitte da PWC..., **mas a gente briga por isso também que a gente fala "cara, você quer isso aqui, vai tourar o dinheiro do investimento com isso?". Mas é isso, pra mim o que o que é mais caro pra eles é governança, tá de perto, é fiscalizar, é o poder sobre o negócio. Isso é o mais difícil de negociar na minha experiência.**

Entrevistadora: Eu queria saber como você avalia o uso um documento padronizado que se destina ali a diminuir um custo de transação e também a diminuir atritos - porque quanto mais coisas para negociar, mais risco da gente ter atritos e inimizades ali no início de uma relação - O que você acha?

Entrevistado(a): Eu tenho uma visão um pouco assim..., eu acho que essa ideia do instrumento padrão, do instrumento padronizado, isso é mais uma fantasia do que uma coisa real.

O documento padrão existe lá nos Estados Unidos, se pesquisar o surgimento do SAFE, a ideia de "Ah, vamos diminuir os custos de transação vamos ter aqui um documento que as pequenas startups não vão precisar gastar uma fortuna para poder operar esse documento" Isso é isso é uma ficção, a startup não vai assinar, o founder não vai assinar o SAFE sem advogado, eu não tenho estatística, mas eu arriscaria lhe dizer que ninguém assina aquela versão padrão do SAFE, aquilo ali é um ponto de partida. É aquilo que eu falei, cada negócio é um negócio, cada investimento tem um conjunto de preocupações do investidor.

Cada negócio tem uma realidade diferente, então eu não acredito em documento padrão nesse sentido. Eu acho que é de fato cada mútuo conversível é um mútuo conversível. Mas eu tenho visto certo padrão nesse documento, as cláusulas não estão escritas da mesma forma, mas eu tenho visto assim documentos que têm geralmente os mesmos tipos de cláusulas. Agora, claro, cada

	<p>advogado vai escrever de um jeito e tal, então assim, eu não sei o quanto a gente ter um modelo padrão eliminaria na prática custo de transação, é uma desconfiança minha. Posso estar equivocado inclusive, mas eu acho que, no fim das contas, o custo de trânsito acaba acontecendo, porque nós não temos founders, que tem uma educação empresarial, nossos founders geralmente não entendem, tem founders que eles não conseguem entender o que é capital social, imagine se ele vai fazer um SAFE? "Ah, vou fazer o SAFE porque o custo de transação é menor. Vou assinar aqui", claro que não, ele não tem a menor ideia do que é um lock-up, do que é um direito de preferência.</p> <p>(...) Recentemente, eu acompanhei uma transação, tem 1 ano e meio mais ou menos em que o investidor e a investida, assinaram um term sheet e aí depois do term sheet, o investidor já pagou antes mesmo do contrato, a velocidade era esse nível, assinou o term sheet, entrou o dinheiro, aí depois a gente foi discutir e agora vai fazer como aí, no fim das contas, eu nem me lembro se a gente chegou a fazer um mútuo conversível, eu acho que a gente fez uma side letter ao term sheet. Mas assim é isso, as vezes a velocidade é realmente atropela o fluxo normal das coisas. Mas eu entendi o que você quis dizer, se todo mundo sabe o que é um SAFE e você recebe um SAFE e tem uma declaração de que você não mudou nada no SAFE beleza. O ponto é, os investidores eles querem usar o SAFE ou eles querem algumas coisas que eles querem mudar? Todo mundo está satisfeito em usar só aquele SAFE do jeitinho que ele está ali ou para mim, enquanto investidor, é imprescindível mudar uma coisa ou outra? Esse é o ponto.</p> <p>Entrevistadora: Você já teve contato com rodadas não precificadas e com a utilização de elementos típicos do SAFE, como o valuation cap ou desconto?</p> <p>Entrevistado(a): Sim, valuation cap e desconto. A gente já fez isso, por exemplo, numa rodada de investimento que definiu que a próxima rodada de investimento vai ser de no máximo tanto para proteger alguns interesses de alguns investidores de rodadas anteriores que estavam preocupados com esse ritmo de aumento no valuation do negócio, com possível reflexo numa anti diluição que algumas pessoas tinham contratualizado, enfim, então a gente já trabalhou com isso.</p> <p>Em relação a rodada não precificada, não. Não tem sido uma prática que eu tenho visto, sei que acontece aqui no Brasil às vezes, mas na minha prática não. Já o valuation cap, sim e o desconto temos visto também.</p>
--	---

Bloco 3: Governança Corporativa e Aspectos Extracontratuais	
1	<p>Entrevistado(a): (...) Aí a gente vê a importância de políticas públicas bem pensadas, teve toda aquela discussão que teve do Marco Legal e chega na reta final, eles tiram condições essenciais para realmente fomentar o ecossistema, que é de novo a parte fiscal. Então, quando o Marco legal, por exemplo, tirou todas as vantagens que poderiam ter ali pra esse tipo de investimento e tinha ficado na reta final, só aquela condição de abater eventuais perdas. O quanto aquilo</p>

desmotiva e gera esse tipo de impacto para o mercado.

Porque talvez esse ponto é do retorno da garantia do investimento não fosse tão preponderante para o investidor, se ele pudesse abater, da que ele tiver o ganho lá na frente. Aí a gente vê como as coisas estão inter-relacionais, como as políticas públicas são importantes e o impacto disso na prática.

Entrevistado(a): (...) Eu acho que também é superinteressante de você mencionar, que você mesma já sabe, que essa questão que **o mercado acaba se conhecendo, então, eu já vivenciei essas experiências de Grupos de Founders que já sabem, "Ah, aquele grupo de investidores anjo não é legal porque eles traz condições muito rigorosas"**.

Por isso que essa parte de cultura é tão importante. Eu trabalho hoje em dia com startups, não só, mas muitas startups ali do Google e eu vejo o quanto é os founders recém-chegados em comparação com os que já estão na comunidade a mais tempo tem um entendimento bastante diferente do mercado, ou seja, já vivenciaram, já compartilharam muito das experiências entre eles, participaram de muitos eventos, tiveram essa parte da educacional mais ativa.

Entrevistadora: Quais são cláusulas indispensáveis de estarem em um contrato de investimento?

Entrevistado(a): As cláusulas mais padrão assim que são imprescindíveis, são **cláusula de regra de saída, a definição de como vai ser a apuração do percentual de participação**, se ela já não estiver definida de imediato. E pode parecer super trivial falar "ai nossa, óbvio que tem que ter esse, mas eu já vi contrato que não tinha uma regra minimamente objetiva de como seria a apuração para esse percentual, então é mesmo que você jogue para avaliação futura, você tem como estabelecer alguns critérios.

Também de **regras em relação à governança corporativa**, então, o que que o investidor vai poder palpar ou não, se ele vai ter algum tipo de veto ou não, é qual a expectativa das regras para o momento da conversão... Então, normalmente, o que eu vejo são contratos que têm aquelas cláusulas que fazem referência a questões típicas de acordo de sócios, algumas mais detalhadas, outras nem tanto. Isso vem no corpo mesmo ou até mesmo alguns contratos, que trazem como anexo uma minuta, por exemplo, do acordo de sócio no momento da conversão.

Eu acho isso bem importante, até para para que seja um momento que não só de garantia para o investidor e para o founder, mas até para um momento de reflexão para os founders, porque muitas vezes acho que na correria ali da execução de colocar um negócio para rodar, não parou para pensar em algumas condições sensíveis até mesmo entre eles e talvez seja o momento que ele consiga parar e refletir de algumas questões, como o que que eles esperam pra uma sociedade. **Então eu acho que essa parte de governança e de acordo de sócios ela é imprescindível.** Agora, mais do que nunca, ter muito claro se vai ter se retorno ou não do investimento e questões de liquidez pro founder que é outro ponto que

	<p>eles ficam assim bem vulneráveis.</p> <p>Muitas vezes os termos acabam vindo complexos para esse tipo de contrato e o founder não percebe nas entrelinhas ali o quanto ele pode ser diluído e o investidor não (...) Eu entendo a necessidade do investidor ter segurança para determinadas determinados aspectos, mas acho que ele também tem que ficar atento para não engessar a operação da startup, já que está no DNA desse tipo de negócio a agilidade e a flexibilidade.</p>
2	<p>Entrevistado(a): O alinhamento é muito importante. Eu particularmente dentro do contrato de mútuo eu coloco as cláusulas de governança que eu entendo boas práticas do mercado. Eu sei que o contrato de mútuo tem uma série de regrinhas. Por exemplo sou obrigada a cobrar correção monetária porque eu estou fazendo um empréstimo, mas para mim isso tudo um blá blá blá, porque eu vou lá eu alinho pro investidor todos os pontos eu amarro isso em cláusulas de governança, para delimitar o que o empreendedor vai fazer e o que o investidor vai fazer. O investidor a depender do cheque que ele está dando, ele não tem muitas cláusulas de governança complexas. Ele vai ter algo muito simples, porque como que como que funciona no mundo do da captação: cada investidor que vai entrando, quanto maior o cheque, sempre na próxima rodada quem delimita governança é último investidor.</p> <p>Se tu não tem uma relação muito boa com o teu com o teu primeiro investidor ou com os primeiros investidores tu não consegues passar pra próxima rodada. Por melhor escrito que o contrato esteja, o investidor-anjo precisa estar alinhado com as boas práticas. Exemplo quem vai delimitar a nova governança é o pré-seed e esse investidor anjo não tem muita margem de negociação, porque ele quer que o novo investidor entre e ele vai ter que aceitar as novas cláusulas. Se o novo investidor chegar e falar olha agora eu quero mudar o contrato, quero botar novas cláusulas com mais governança pra mim, o investidor-anjo é obrigado a aceitar. Então por isso que a gente sempre fala pra pegar investimento com smart money, porque o smart money sabe como funcionam as regras do jogo.</p> <p>Ele sabe que quem define a próxima rodada é o investidor maior e que o menor vai ter que se adaptar aquilo, faz parte do game. Se tu pega um investidor anjo que um investidor que não entende do negócio o que que ele vai fazer? Vai dizer "Não quero que esse investidor tenha mais governança que eu, aí começa uma briga de ego. Se ele quer que a empresa cresça ele é obrigado a aceitar as premissas do outro. Então assim é claro que o contrato protege, mas eu não posso trazer muita complexidade pra um contrato de investidor-anjo, porque senão eu prejudico as próximas negociações, então essa é a linha o investidor ele tem que entender qual a rodada que ele está entrando e entender que sim essa governança vai mudar ao longo do tempo.</p> <p>Entrevistadora: Quais as boas práticas de governança corporativa se você recomenda pra que essa operação de investimento ela seja bem-sucedida?</p> <p>Entrevistado(a): A boa prática da governança são dois pilares, jogo do equity e governança. Então quando eu falo em jogo do equity é entender que eu preciso</p>

chegar numa quarta rodada ou chegar numa rodada série A com o controle da empresa. Pra isso eu não posso ficar dando equity a rodo ao longo dessa jornada.

Então eu tenho que sempre ter em conta que uma rodada anjo, não importa se tu já fez duas três uma rodada anjo, eu não recomendo não recomendo dar mais do que dez por cento. O mercado fala que até quinze por cento é aceitável, mas eu não gosto eu acho que prejudica muito a rodada e eu faço até dez por cento.

Ah mas como que é o valuation nisso? Quando tu está fazendo uma rodada anjo, a empresa não tem valuation ainda, às vezes ela nem está faturando, então muito se faz o valuation de trás pra frente. Tu tem que olhar eu quero pegar uma captação de X eu não eu vou ter que olhar qual que vai ser minha projeção quando eu for pra uma rodada seed, então essa minha rodada anjo vai ser por exemplo oito por cento. Não tem uma matemática muito exata sabe? Mas sabe que mais de 10% é muito.

Ou **então você pode utilizar valuation futuro**. O que que é o valuation futuro? Fala assim, olha eu **não vou fazer um valuation travado agora, mas num evento de liquidez ou numa rodada qualificada** - E por rodada qualificada se se entende, um cheque acima de X milhões de reais, normalmente dois, três milhões de reais - nesta rodada, quando eu receber um cheque desse porte, eu vou ter um valuation e daí eu faço um desconto pra essa primeira rodada, ou seja, **em uma rodada com valuation de quinze milhões de reais, eu vou pegar esse meu contrato, vou trazer o valuation para ele e vou dar um de vinte por cento**. Então, pode ser utilizado dessas duas formas, tá? Ou um pré-fixado ou um do futuro.

Entrevistadora: Quais são as principais cláusulas que você insere nesses contratos de investimento que são indispensáveis?

Entrevistado(a): Depende da depende do cheque. Basicamente cláusulas de lock up, cláusula de tag along e drag along, cláusula de report aos investidores, cláusula de put options, muito comum para o investidor se der alguma zebra o empreendedor ele é obrigado a recomprar a participação. Também cláusula de arbitragem. Essas são as mais básicas, porque depois tem algumas um pouquinho mais complexas né? Mas assim se eu for pegar de geral essa são essas. As vezes a depender da rodada, direito de voto ou de veto em rodadas maiores.

Entrevistadora: Deixar um espaço aqui pra você agora trazer alguma informação que ainda não tenhamos conversado.

Entrevistado(a): O mercado, o ecossistema da tecnologia o ecossistema da inovação ele anda muito com as boas práticas de mercado. Então a gente tem uma premissa muito grande de que não é o direito que puxa a inovação, mas é inovação que puxa o direito, ou seja, a gente corre atrás da roda. **Por isso que o Marco Legal veio enquanto já estava todo mundo utilizando o mútuo. Então não importa tanto assim no mundo das startups, a gente é que adequa os**

	<p>documentos. Sempre vai se basear pelas boas práticas. O que os advogados precisam entender independente do documento é o alinhamento de expectativa. É saber o que o teu cliente precisa, se teu cliente for uma startup ou se o teu cliente for um investidor anjo tu precisa deixar as regras clara daquele negócio tu precisa trabalhar com gente que entenda do jogo das startups.</p> <p>O documento ele é só uma memória que foi conversado, se as empresas elas estão em sintonia, se as empresas estão com alinhamento, claro que o documento é importante, mas na prática o que a gente vê é quando a gente trata com um investidor que entende do game, que entende do mercado às vezes aquilo que foi alinhado no documento ele é completamente descartado porque o investidor sabe que não adianta eu espremer startup, não adianta eu querer cobrar alguma coisa, então eu vou ter que mudar minhas cláusulas eu vou ter que fazer um aditivo lá na frente.</p> <p>Eu já tive um caso de um contrato de mútuo que os investidores aceitaram postergar a data do mútuo, porque quando chegou o prazo final do mútuo eles falaram cara startup não cresceu como a gente achou que ia crescer. Um investidor que entende e tiver o alinhamento expectativa feito lá atrás, ele não fala "queremos o dinheiro de volta". A negociação ela é muito importante, essa flexibilização do trabalhar com gente que entende do mercado, se tu pega um investidor tradicional ele vai falar, não, como assim a startup não cresceu em cinco anos? Agora eu quero meu dinheiro de volta e não existe isso.</p> <p>Então eu acho que ter essa visão de que as boas práticas do mercado elas que vão conduzir pra uma adequação dos documentos jurídicos. Porque é isso que acontece no mercado das startups, o advogado ele entra pra dar segurança jurídica.</p>
3	<p>Entrevistadora: Quais você poderia citar que são indispensáveis para um contrato de investimento?</p> <p>Entrevistado(a): Eu acho que esse contrato precisa ser muito claro em relação a prestação de contas, a gente tem que trabalhar muito com relação de confiança, de boa fé, de transparência. Tem que desde o começo ser muito transparente, acreditar no nosso negócio desde o começo.</p> <p>Tenho acompanhado uma situação até aqui de Curitiba em que o negócio estava indo super bem, havia uma possibilidade de um múltiplo acima de trinta vezes o negócio, e descobriu-se de repente que a pessoa estava com dívidas trabalhistas, dívidas tributárias... Como que a pessoa conseguiu escorregar tanto com relação aos seus investidores? É muito triste ver que é um negócio que tinha um rol de gente para ajudar, que podia ter conversado.</p> <p>Então eu acho que isso no instrumento é importante, se comprometer com boa fé, com ética, com transparência, precisa prestar contas, afinal é um dinheiro de terceiro, é como se você tivesse realmente gerindo o dinheiro. Tem que prever que, se por exemplo, às vezes só tem um sócio, mas as vezes tem dois, três, que se essa pessoa resolver sair antes do negócio, que ela vai sair com pouco valor</p>

por ação, ou nada, porque o negócio ainda está em uma fase de crescimento.

Eu colocaria também no instrumento, que a empresa se compromete com práticas que preservam a saúde, que preservam o meio ambiente, as pessoas que trabalham, que são as partes interessadas, são os stakeholders, como estou super envolvida com impacto, fico super preocupada com as situações. Eu não vou pôr o meu dinheiro em lugares que estão matando as pessoas, saúde mental, que está destruindo o meio ambiente. Então para mim isso é muito importante em um instrumento de investimento. **São tantas cláusulas possíveis, mas eu acho isso bem importante, a retenção de quem tá recebendo o valor, a prestação de contas, comprometimento com o social, ambiental, para mim é fundamental.**

Entrevistadora: Quais são as boas práticas de governança em todas essas fases que você poderia destacar?

Entrevistado(a): Eu acho que o **primeiro de tudo é alinhamento societário**. Os sócios tem um documento dizendo com o que eles se comprometeram entre si? Quais são as suas responsabilidades, os seus papéis? Se há um alinhamento de valores, de propósito, a complementariedade entre sócios.

Em um segundo momento eu quero saber se esses sócios se conversam, se eles pelo menos fazem uma vez por semana uma reunião, encontro de informações, de tomada de decisão. Não precisa ser uma estrutura, documentos completos, eu quero saber alguma coisa simples. “Olha, a gente se reúne aqui uma vez por semana, toda segunda-feira, porque a gente tem uma pauta de verificar, um vai me mostrar as finanças, o outro vai me mostrar como é que estão as vendas, como que estão as relações com os investidores”.

Depois precisa ter um uma gestão financeira, não dá para vir com essa história de que não sabe o valor do seu produto, não sabe precificar, isso também está dentro dessa estruturação financeira, é o mínimo que se espera do negócio, o mínimo que se espera de governança entre os sócios, os ajustes financeiros, e logicamente tem que se organizar para prestar contas, o que o investidor quer é saber como esse seu negócio está rodando e se você tem algum risco.

Acho que tem que ter esse mínimo de organização que faz parte de todo negócio. Finanças, pessoas, responsabilidade com papéis, riscos, tem que estar em um mapa mínimo, não precisa estar em um monte de documento por escrito, em códigos, em regimentos internos, quero saber o que vocês combinaram, o que vocês fazem no dia a dia.

(...) Eu acho que depende do estágio do negócio. As vezes você vai investir e só tem um sócio, só tem uma pessoa, essa due diligence não precisa ser de cem páginas de verificação. Agora, um que já está mais crescido, já tem mais sócios, a due diligence serve para dar uma garantia ao investidor de não ser um negócio que está com problemas já de largada. Imagine que o investidor vai colocar lá seus cinquenta, cem mil reais do grupo de investidores e a pessoa está com uma mega ação trabalhista com a Receita Federal, a gente sabe que esse dinheiro não

	<p>vai alavancar o negócio, vai para o ralo. Então é importante a due diligence, mas ela não precisa ser algo absolutamente cansativo e de meses se o negócio ainda é pequeno.</p> <p>A partir do momento que o negócio vai para uma série A, você já tem uma due diligence gigante, se não, ninguém vai por milhões de reais. Você já vai ter um monte de colaborador, prestador de serviço, então essa análise precisa ser feita, você precisa analisar mais profundamente os contratos, os documentos societários, já tem que ter acordo de acionistas ou acordo de sócios, isso não vai ter escapatória. Se nessa primeira fase você me demonstra que tem uma organização, mesmo que ainda não totalmente expressa no contrato, então ok! Mas receber dez, quinze, vinte milhões e dizer que você não tem nada organizado? Tem programa de proteção de dados? Tem programa de integridade? Vai ser tudo exigido, então eu acho que tudo depende do estágio do negócio.</p>
4	<p>Entrevistadora: Quais são os nossos próximos passos enquanto ecossistema para ter contratos mais "pró-startup" e evoluir nesse sentido?</p> <p>Entrevistado(a): Eu acho que até esse lado, assim, de proteger mais o empreendedor, eu não sei se é exatamente o ponto, sabe? Eu acho que esse é um é um problema do sistema assim do ecossistema em si, porque de fato, é duro empreender no Brasil, de fato, os grandes investidores ainda não investem em startup. Se a gente olhar o portfólio do Lemann lá da vida, esses caras 3D capital, tu vai ver que eles vão botar por muito pouco dinheiro em startup.</p> <p>Então acho que falta dinheiro grosso de verdade em startup e em negócios de nova economia e aí isso tem a ver com o mercado interno brasileiro a gente tem muito, é, tem muito a crescer como economia. A gente paga muito juros, mesmo quando o Brasil paga pouco juros, é muito juros pra comprar, pra competir com uma startup.</p> <p>A gente tem poucos casos também aqui no Brasil de startups bem-sucedidas como nos Estados Unidos. No Brasil não tem, agora a gente tem o Nubank. Mas seguiam-se nos bancos, cervejaria, petroleira, indústria pesada de infraestrutura... sempre foi isso. Então, o Brasil nunca conseguiu virar selo de startups, como os Estados Unidos, para todo mundo valorizar e as pessoas investirem. Então falta um pouco da seriedade desse investimento para dar um pouco mais de de robustez.</p> <p>Tem muito projeto ruim também. O Brasil pegou uma onda em que teve muita startup ruim, então queimou muito isso, também de faltar, parecer que os empreendedores estão só torrando dinheiro. Foi uma consequência de vários atos, mas de fato, havia muito empreendedor imaturo. E aí pegam um cara que investiu a vida inteira em cerveja que é fábrica, é custo, é margem, é retorno do investimento, dizer para ele botar numa startup que ele não acompanha que ele não consegue saber o que está acontecendo e que os caras ficam torrando dinheiro com piscinas de bolinhas - que por um tempo era isso mesmo - deixa o investidor mais profissional afastado desse mercado. Então esse cara só entra nas rodadas grandes quando a startup já se provou e tal já tem</p>

mercado.

Então esse é um primeiro ponto. É e aí, consequência desse, é no early state tem pouco cheque e pouco cara com muito dinheiro de de fato. Então eu não vejo tanto essa desproporção de força, sabe? Eu vejo, é uma necessidade do cara e talvez até por falta de recurso mesmo, de querer garantias. **Eu já peguei contrato mútuo que tinha umas garantias absurdas, fiança, garantia com bem real**, tipo, como assim o cara vai dar a vida dele, o negócio ele vai ficar devendo.

Então a lógica nesse early stage é de escassez, quem está colocando, está colocando com medo de perder. E aí, é normal que essa pessoa queira se proteger. Então eu não vejo uma falta tão grande de equilíbrio assim. Eu vejo que são 2 pessoas querendo, uma precisa muito e a outra não pode perder tanto.

Se fosse uma lógica de muito mais grana, que sobrasse dinheiro, os contratos seriam diferentes, sabe? E aí até para corrigir um pouquinho dessa desproporção assim de força nos contratos o próprio Marco Legal de Startups, traz que o investidor não pode se meter na gestão da empresa. Eu já vi vários casos de cara que colocou tudo o que tinha numa startup única. Assim, cara, como é que tu? Então, que que esse cara faz? Ele começa a querer se meter em tudo e às vezes ele quer tomar pra si a empresa. Então o próprio Marco legal diz, olha a proteção que eu te dou como investidor, que é, tu não responde por dívidas, por prejuízos, é enquanto tu é credor de fato, enquanto tu é investidor de fato, se tu começar a querer gerir aqui o negócio, eu vou te considerar como sócio.

É muito uma maturidade assim, de entender que é uma jornada que funciona dessa forma que todo mundo está tomando risco, que o empreendedor toma um risco proporcional a sua vida, que é o empreendedor, põe o que ele mais tem.

(...) Só que é difícil ter essa perspectiva quando, quando não tem essa é essa desproporção de patrimônio mesmo. E tem muito investidor mesmo, mesmo as aceleradoras que o cheque máximo deles é 200 mil, 300 mil reais. Isso não vira jogo. **Então, esse fundo, que põe 300 mil, 400 mil, “Ah que ele tem 40 milhões em carteira”, mas ele põe tudo apertadinho, assim ele não vai conseguir fazer o follow-on porque ele não tem dinheiro para seguir.** Então esse cara é apegado aquele dinheiro, mão de vaca, então **ele quer todos os direitos para ele, porque ele tem pouca chance de dar certo.** Então naquele vai dar certo, ele precisa que dê muito certo. Isso acaba estragando um pouco todo o ambiente.

Por outro lado, e aí defendendo um pouco os investidores, é que tem muito empreendedor ruim que vai a mercado e até consegue captar, aí torra dinheiro sem fazer nada, sem conseguir fazer absolutamente nada, por despreparo. E é normal, porque daí esse cara faz isso, se ferra uma vez, na segunda, ele talvez se ferre menos, depois ele vai, ele vai indo, faz parte do aprendizado. O problema é que esse ele não pode ser muito drástico no início cara não pode falir, porque se ele falir de fato, então ele tem que minimizar as chances desse dessa ruína absoluta assim. E aí o investidor também tem que estar preparado, para saber que é risco, se perdermos, o que que a gente faz, tá? A gente vira página e vamos de novo. Mas quando o investidor não tem tanto, para ele não é tão assim. "Ah, let

it

go".

Entrevistadora: Tem alguma consideração que você queira deixar a mais?

Entrevistado(a): Acho que a **dificuldade dos SAFE são muito mais culturais mesmo e principalmente económicas. Então é uma perspectiva de grana mesmo.** Nos estados unidos tem muito cheque de alto valor e esses são os cheques que ajudam a tirar do zero absoluto ali e gerar uma percepção de valor naquele produto. Aqui fica muito preso assim, **o investidor precisa brigar muito com o cheque pequeno, então isso gera esse desgaste, essa proteção até excessiva do dinheiro.**

Acho que para desenvolver o ecossistema tem que ter mais dinheiro, tem que ter mais gente querendo investir, tem que ter mais fundo olhando de fato para startup, para early stage e precisa de alguma forma institucional ou mesmo o poder público colocar dinheiro, bastante fomento de iniciativa do early stage.

Essas são as que tiram essa pressão inicial, assim de ter que ter um cheque para sair do papel, que é o que acontece muito. **Quando tem muito dinheiro, as coisas começam a florescer**, e aí tende a ficar mais igual essa disputa do investimento. E uma vantagem que eu vejo do SAFE, é que aqui acaba, que a gente por não ter um documento padrão, acaba pensando, e que como o **investidor tem o dinheiro, ele acaba exigindo um monte de coisa e o empreendedor ou ele se vulnerabiliza total e aceita tudo ou ele começa a criar uma rixa que é uma droga.**

Eu digo isso direto, até em investimentos maiores, em M&As "tu tá comprando o cara, **tu tá esmagando ele tanto que quando ele virar teu sócio ele vai te odiar**". Assim, não existe técnica de negociação, que tu esprema injustamente alguém que ele vai ter que sentar do teu lado depois, e ele não vai ter rancor.

Perfil assim de tu ter medo do teu investidor é uma é uma porcaria. **Então, o fato de ter documentos, padrões com cláusulas padrão, facilita isso.** Além de ser mais rápido, é que isso não acontece. Ser mais rápido e mais prático é um ganho marginal. Agora, o fato dessas discussões por cláusula pequena, por quem vota o quê... tem um monte de mútuo que o investidor pede desde já a construção de conselho consultivo, a startup só tem dois founders, vai criar um conselho de quem?

A gente fez agora de uma super lista de um cheque bem alto de 2.5m para uma startup super early stage, é um cheque altíssimo pra esse tipo de operação, é não é comum, e aí os investidores pediram, além de um conselho consultivo e uma vez por ano, ela tinha que mandar uma auditoria contábil financeira feita por um auditor aprovado pela CVM. A daí na briga o advogado da outra parte disse "Ah, mas não vai custar mais que 20 mil 30 mil reais", esse dinheiro para uma startup uma contratação a mais, então assim, desce do pedestal, sabe e entende que esse tipo de exigência é idiota, que não faz sentido. **Então por isso que a padronização é legal, dá uma podada nos interesses assim da abusivos.**

	<p>Acho que por isso que eu, o misto talvez faz sentido. Mas esse é um outro ponto, se não for uma coisa meio machadada, de cima para baixo, não vai passar. E aí tem um troço que no Brasil que é horrível, que têm muito advogado presunçoso e muito pouco colaborativo. Então, se tu fosse minha cliente, tu me chega num contrato pronto e você vai me pagar por horas de revisão se eu te retornar dizendo "Marcela, está tudo ok, pode assinar, está tudo certo".</p> <p>Como tem uma abundância de advogados de mão de obra, tu vai dizer "Cara, o Gustavo não fez nada e me cobrou 10 mil, na próxima não vou lá" Mas talvez seja exatamente para olhar e dizer que estava tudo certo. Para não ter esse tipo de coisa, o que o advogado faz, muda um monte de coisa muda tudo. E aí ele diz "Ah, isso aqui é essencial que tu mude, por isso isso" E aí tu começa a criar de novo aqueles vai e volta.</p> <p>Então assim é bem bom quando tem movimentos deste tipo, um SAFE, quando funciona, dizer "Este é o documento, não negocio o nada", mas aí, para ser assim, o que tem que acontecer? Este é o documento, eu não negocio nada porque ele é bom para mim e para ti, e eu estou dizendo que é bom para mim e para ti.</p> <p>Um dos fundos que a gente está, que o term sheet era muito pró-negócio, várias coisas que a startup nem pediu e eles colocaram tipo "O meu direito de participação da próxima rodada é só limitado a tanto", porque isso impacta a nova rodada. Então assim eu quero ganhar junto contigo. Mas isso é de maturidade do negócio, maturidade dos investidores e muito da abundância da grana. Se a se o dinheiro for abundante, ela deixa de ser pedra preciosa na negociação. Porque "Ah tu vai me apertar nessa cláusula? Tudo bem, então pega o seu dinheiro, guarda no bolso, que eu vou falar com outros."</p>
5	<p>Entrevistada: (...) E tem ainda algumas cláusulas assim que tu podes indicar pra um fundo. Tipo um direito de tag along. Porque qual é a ideia do fundo de investimento? É ele ter as obrigações legais que ele tem que cumprir e ele tem que ter meios de saída. Ele tem que poder sair. Ele quer sair porque ele precisa sair, um fundo de investimento ele tem um prazo. Ele entra, ele faz a empresa crescer e aí ele no momento de saída dele ele exerce o tag along. Como eu falei, um fundo de investimento ele veste numa ideia, ele investe num empreendedor. Porque ali no começo a startup não tem receita. A startup não vai dar lucro. É muito difícil. O que ele está ali é apostando numa ideia. E aí a ideia está muito atrelada ao fundador. E a gente precisa os fundadores sempre mantenham o controle da companhia. Então às vezes eu já vi casos de começar a entrar muito investidor e o captable fica extremamente picotado cheio de investidor e ainda tem SOP que você vai dar pra colaborador. E no final os enfim se entrar mais alguém os fundadores pedem o controle da companhia.</p> <p>E isso é uma preocupação dos investidores de que os fundadores não podem não podem ser diluídos, vamos aqui fazer uma recapitalização da empresa, vamos ver se a gente usa parte do do dinheiro aqui que eu estou aportando pra recomprar participação de um pessoal para ajeitar esse captable pra os fundadores voltarem a ter a maioria e tem uma representação significativa. A gente precisa que os fundadores possam tomar as decisões pela companhia que eles</p>

	<p>criaram. E aí o que a gente costuma usar chama tag a que é quando acontece algum evento relevante que vá ser vendida a maioria da empresa ou dos sócios fundadores ou o controle da sociedade, quando isso acontece, nesse caso os investidores têm o direito de vender 100% das suas ações. Eles vendem junto e saem. Porque pra eles não faz sentido ficar lá dentro quando os fundadores perdem o controle.</p> <p>Também tem outra cláusula que eu acho muito importante que chama Follow-On, que é o direito de você participar das próximas rodadas e manter o seu percentual. Eu já vi direito de follow one que se você não exercer uma vez você perde o direito nas próximas, já vi que você pode não exercer nessa, mas na próxima, aí você é diluído automaticamente, mas na próxima rodada você consegue ainda se quiser manter o percentual.</p> <p>E aí a gente tem volta afirmativo tanto para matérias de assembleia, enquanto acionista e também tem direito de voto afirmativo do conselheiro que eventualmente o nosso cliente indicou, pois às vezes ele consegue indicar entrando em algum bloco, de exemplo de cinco investidores que indicam, mas muitas vezes a gente coloca o conselheiro e ele também tem direito de volta afirmativo sobre algumas matérias que são de deliberação do conselho.</p> <p>Entrevistadora: Tem algo a mais que você gostaria de acrescentar? Algum ponto que não conversamos ao longo da entrevista?</p> <p>Entrevistado(a): Sobre o mundo conversível eu acho sempre muito importante a gente já levar como anexo o acordo criacionista que vai ser celebrado, nem que seja termos mínimos que tem que ser que tem que ser observados no momento da conversão. Mas que a gente já tem ali aqueles direitos porque quando chegar a rodada eventualmente subsequente os investidores vão precisar observar esses direitos. Mas também sempre levando em consideração sempre usando o bom senso, a gente não pode nunca chegar se a gente está numa rodada seed pedir direitos de rodadas series B, que eles não vão poder acatar. Não vamos onerar a empresa. A gente quer que a a rodada aconteça, a intenção é essa, mas sempre eu acho que eu levaria alguns termos mínimos que são importantes é e que o investidor quer ter garantido a gente coloca como anexo normalmente na minuta.</p>
6	<p>Pergunta Entrevistadora: Gostaria saber se da sua parte também o que é que os investidores pedem, o que é que geralmente eles exigem que tenham nos contratos, como é que o diálogo deles com o jurídico da startup?</p> <p>Resposta Entrevistado(a): Follow-on, anti diluição em down round, direito de preferência, direito de informação, direito de ter é assento em conselho consultivo. Mais comum do que conselho de administração, conselho de administração, a gente tenta não exigir, pois se cria necessidade de uma organização societária complexa que não se justifica.</p>

Existe também cláusula de vedação ao endividamento. Lock-up para os para os fundadores. Até porque quanto mais cedo você está na jornada da startup, mas o investimento se dá mais na equipe do que na ideia.

No caso da cláusula de direito da informação, a gente **sempre garante para o investidor muita informação e raramente o investidor pede, então o mais indicado é definir que o investidor tem o direito de solicitar as informações para assim quando ele solicitar a startups fornecer, pois se não pode se onerar excessivamente a operação do dia a dia.**

Além disso, é possível estabelecer parâmetros para o investidor exercer esse direito de informação em um prazo razoável. Por exemplo, o direito de solicitar balancetes, que ele não pode ser exercido novamente em tempo inferior ao período mínimo estabelecido.

É importante destacar que os direitos que estão ali escritos o investidor pode escolher não exercer ou renunciar aos direitos. É importante que só, só pra deixar claro que o contrato foi feito. Por uma manifestação de vontade das partes, ele pode ser desfeito também, então **é algo bastante negocial.**

No geral tive uma boa experiência com estratégias de negociação de direitos do investidor. Por exemplo, em uma oportunidade, existia uma dúvida se os direitos estabelecidos no contrato de investimento eram válidos somente durante a sua vigência ou se seriam mantido pós-conversão. Em teoria, se forem direitos apenas válidos durante o contrato, deixariam de ser válidos com a futura conversão. Nesses casos, o que se faz muito comum colocar que as partes têm a obrigação de, após a conversão, assinar um acordo de sócios, que garanta o investidor, no mínimo, os direitos que foram estabelecidos no contrato de investimentos. Mas o investidor queria além, buscando uma forma de atrair para si também novos direitos que forem concedidos a investidores futuros, mas não é possível projetar tudo pro futuro. **Então um advogado parceiro trouxe uma sugestão genial, que foi a norma, Most Favor Nation.** Nação mais favorecida é uma norma de direito Internacional que foi ali transplantada **para o direito dos contratos para ser garantido para o investidor os mesmos direitos que sejam garantidos aos outros investidores, os direitos que forem mais protetivos.**

Pergunta Entrevistadora: Gostaria que você me trouxesse, em relação ao contrato de título que vocês utilizam, quais são as cláusulas principais?

Resposta Entrevistado(a): As principais cláusulas costumam ser NDA (sigilo), NCA (não competitividade), NSA (não aliciamento), além de Drag Tag Along.

	<p>Sobre o Drag Along tenho um caso interessante de aplicação de Drag Along para não controlador. Assessoriei uma startup que recebeu investimento de um fundo que têm uma cláusula de drag que eu acho até interessante. É para caso em que o fundo que não tenha percentual superior a 50% da empresa e consiga para startup, um investimento de exemplo 300 vezes o valor que foi colocado como valuation dela pra essa rodada. Por eles serem um fundo grande eles tem a perspectiva de que isso venha a acontecer, por exemplo, vender a startup para o Google. E assim o fundo entende que se ele conseguir negociar uma proposta com o Google, ele quer que o fundador aceite, ou melhor, pode obrigar que os fundadores e demais sócios aceitem a exigência de venda conjunta. Esse é um direito que visa resguardar a maximização do retorno do fundo, mas que claro deixa todos os fundadores felizes.</p>
7	<p>Entrevistado(a): (...) E aí, como que é que funciona? Quais são essas cláusulas importantes? Mas enfim, primeiro. Por exemplo, para um investidor anjo, é importante que ele tenha alguns direitos assegurados, por exemplo, o direito de transparência, de informação, o que que o empreendedor vai fazer com esse dinheiro. Uma cláusula muito importante também é a conversão da limitada em S.A devido à tributação para não incidir o ágio, quando você vai converter a participação do investidor. Por outro lado, para o fundador ele precisa tomar alguns cuidados, para ele não ser diluído, não perder o controle da empresa. Então tem várias cláusulas importantes para os 2 lados. E você, como um bom advogado, vai negociar dependendo de qual chapéu você está vestindo no momento da negociação.</p> <p>Entrevistado(a): (...) Tem outros documentos que a gente faz antes do mútuo, a gente coloca, a gente usa NDA, que é um documento que é um acordo de confidencialidade, aonde a gente vai estipular ali, se ele é vinculante ou não, se ele é exclusivo ou não, e se tem penalidade para esse NDA e atrelado a isso, se eu realmente tenho interesse em investir na sua startup eu vou fazer um Term Sheet ou MOU para você.</p> <p>E o que que são esses documentos? É um pré-contrato onde a gente já estipula ali algumas condições para o contrato principal, que é o de mútuo. A gente estipula, por exemplo, qual que vai ser o valor do investimento, quem são os sócios fundadores, qual vai ser a operação proposta, o prazo de conversão, como que vai se dar esse pagamento?</p> <p>Porque, na verdade, o mútuo é um empréstimo, né? Como o código civil já prevê a natureza jurídica do mútuo e mútuo conversível não deixa de ser um empréstimo, mas ele não é um instrumento que é previsto no código civil especificamente, ele foi feito meio que pelos operadores de direito, de acordo com as operações e que ficou o instrumento melhor para fazer essa captação.</p> <p>Outra coisa que a gente coloca, o que nesse term sheet ou no MOU, então, o que a startup vai fazer com esse dinheiro, que vai ser cash-in absolutamente. Porque tem a diferença cash-in cash-up. Cash-in é quando o dinheiro que o investidor aporta entra totalmente para sociedade, para ser utilizado para</p>

melhorar, o marketing, para recrutar pessoas, enfim, diversas questões que você pode fazer de acordo com o seu plano de negócios. E aí tem também questão da governança, o direito de acompanhar as metas, KPIs, finanças e tudo mais.

Uma questão importante que a gente coloca também é o lockup. **O time é muito mais importante do que a ideia. Então, por isso, o look up que é aquela trava para permanência do sócio na sociedade** durante determinado período de tempo.

Além disso, o non-compete, condições e excedentes também então a gente uma due-diligence, tanto a jurídica, contábil e fiscal, não é uma coisa muito cabeluda de se fazer inicialmente, porque, a startup, ela tem uma estrutura simples ainda, então a gente vai pesquisar ali só para entender se tem ali algo que pode prejudicar, por exemplo.

Aí o objetivo da diligência é mapear e mensurar os riscos jurídicos e garantir a legalidade conformidade da operação. Então, o que é que a gente analisa? Se está pagando um imposto, se ela está deixando de pagar, se ela está enquadrada no regime fiscal adequado, se tem um acordo de sócios, porque eu não vou investir numa startup que está toda bagunçada.

Também questões de confidencialidade, exclusividade, se vai ser aplicado ou não, e se vai ser vinculante ou não. E essa é uma questão importante porque, por exemplo, a exclusividade e se é vinculante ou não interfere é diretamente na minha negociação com você, porque em um term sheet ou MOU que é exclusivo, significa que você não pode negociar com mais nenhum investidor e se ele é vinculante, significa que eu vou no final do dia ter que investir na tua startup. Então normalmente são instrumentos que não são exclusivos e não são vinculantes.

Além do term sheet e do mútuo, temos também o acordo de sócios. No acordo de sócios, a gente precisa observar questões muito importantes que eu vou, eu vou passar aqui pra você. **Ele é um documento fundamental para manter a relação entre o investidor e fundador sob controle.** A gente tem que saber a regra do jogo antes de entrar. Então, o que a gente coloca? Primeiro funcionamento da sociedade, obrigações dos sócios, como que vão ser feitas essas decisões da empresa, quem que vai decidir. A gente precisa estabelecer as regras e direitos envolvendo a compra e venda das cotas e preferenciais. Os poderes políticos são muito importantes, quem vai ter direito de voto, veto, participação no conselho.

Além disso, as regras da conversão, mecanismo de saída. Então, por exemplo, nesse meio tempo, pode ter um evento de liquidez e aí a eu que tenho o mútuo que não venceu ainda, só que é uma empresa, começou a fazer muito sucesso e uma empresa que é quer fazer uma oferta para você de comprar. E aí, como que a gente vai fazer isso? A gente precisa já estabelecer no acordo de sócios, aí tem cláusulas de tag along e drag along.

Também é importante a gente colocar o critério para avaliação dessa empresa, como que a gente faz, a gente vai fazer por uma variação contábil, a variação de

um mercado, múltiplos do Ebitda, quantas vezes o faturamento vai ser sobre fluxo de caixa descontado, então tem diversas maneiras que a gente pode estabelecer o método e o critério de avaliação da empresa.

E sobre a governança básica, 5 pontos importantes? Que é que vai estar lá no conselho porque com certeza o investidor vai exigir uma cadeira no conselho. A vezes a gente coloca que vai ter uma participação societária destinada a contribuir para a retenção de talentos.

Propriedade intelectual, porque de acordo com a lei da propriedade autoral, o desenvolvedor, ele tem a propriedade intelectual sobre o código, sobre tudo o que ele faz. É como se fosse um, é equiparado ao direito autoral a livro. E aí, o que que precisa ser feito logo no primeiro momento que ele é contratado, a cessão da propriedade intelectual para a empresa, isso é um ponto muito importante a ser visto. E também os poderes políticos.

As principais cláusulas que a gente coloca são lock-up, non compete, non solicitation questões de governança, o valuation, os juros do mútuo, se vai ter e normalmente juros baixo, porque no mútuo, na verdade, não é a intenção do investidor ficar rico com um empréstimo que ele está fazendo, e sim ganhar na saída depois de alguns anos. Também questões de evento de liquidez e também um outro tipo de vencimento antecipado, mas, por exemplo, eu em 13 anos, que eu cuido de startups, eu só vi isso acontecer uma vez, quando o fundador ele utiliza os recursos aportados pelo investidor para um fim que não era o combinado, isso gera o vencimento antecipado e consequências, para o fundador.

Da transformação do tipo societário, obrigatoriamente quando o investidor anjo vai exercer a opção ela não é tributada e aí não vai incidir a contribuição social do lucro líquido e o imposto de renda. Só também tendo atenção que se o investidor for uma pessoa jurídica, vai incidir IOF.

"Ah, mas adrianna, e se o se e se a startup não performar e não tiver capacidade? E o investidor ele não quer cobrar, ele sabe que é um investimento de risco e que ele tem grande chance de perder esse valor. O que que que a gente pode fazer? Ah, vamos fazer o perdão da dívida. Normalmente, é isso que se pensa, mas essa questão não é adequada. E aí eu vou te explicar porquê, quando a gente faz o perdão da dívida, pode ser entendido que foi uma doação e aí vai incidir ITCM.

Então normalmente, o que a gente coloca no acordo de sócios? Uma cláusula chamada é put option, que vai dar para o investidor A chance dele sair da sociedade por um valor simbólico de 1 real. Então a gente vai prever o seguinte, se der tudo errado, o barco estiver afundando ao invés de eu perdoar essa dívida em gerar, esse é esse imposto. Eu vou sair e vocês fundadores são obrigados a comprar a minha Futura participação societária, que eu tenho pelo valor simbólico de 1 real e então a gente resolve a questão de dar baixa nesse ativo.

Entrevistadora: E como se harmonizam todos esses documentos (NDA, Term Sheet e Mútuo)?

	<p>Entrevistado(a): Legal, essa é uma pergunta bacana, por quê. Como funciona? Lembrei que você me perguntou, e se tiver vários investimentos? Como vocês acompanham? A gente tem a planilha é que é o cap table que é no Excel e olha todo mundo que tá lá, porque quando você olha o contrato social da startup, você vai ver o fundador, mas quando você olha o cap table na planilha Excel, você vai ver todas as informações. Enfim, isso é muito importante e porque é que tem vários documentos? Porque cada um tem um objetivo e ele se complementam entre si.</p> <p>Então primeiro a gente vai fazer o NDA e o MOU. Aí depois que a gente faz isso? A startup, ela já tem o contrato social constituído, só que aí a gente vai fazer o mútuo e o acordo de sócios. Porque o mútuo vai prever quanto que eu vou te emprestar, quais as condições, e o acordo de sócios é como se fosse a Constituição federal da startup, ela vai prever todos os direitos, de governança, de tudo. Então, o acordo de sócios é o documento mais importante porque vai nortear a tua startup, o que você vai fazer e ali que você estabelece as regras do jogo.</p> <p>Então você vai ter todos esses documentos, mas você pode deixar eles anexados para se tornar um documento só. Então a gente tem o contrato social. Aí depois a gente tem o mútuo e o acordo de sócios como anexo. Então tudo o que aconteceu está ali, é todo o histórico da startup.</p> <p>Entrevistadora: A gente fez um acordo de sócios, numa próxima, é como que fica esse acordo de sócios, como é que funciona?</p> <p>Entrevistado(a): Simplesmente, não é que ele deixa de existir, mas ele vai, sabe quando a gente faz um aditivo? Só que é basicamente a gente vai fazer um novo acordo prevendo novas condições, porque é uma nova negociação. Então é o processo todo de novo, só que cada vez mais encorporado, envolvendo cada vez mais gente. O processo vai ficando cada vez mais complicado. Só que assim é um novo acordo esse que a gente fez agora ele "deixa de existir" e entra um novo acordo, mais encorporado, mas ele nunca vai deixar de existir, ele só vai ser refeito.</p>
8	<p>Entrevistada: (...) Falando de perfil de empreendedor, eu já fiz missões para o Vale do Silício, fora do Brasil, Austen, e cada vez mais o empreendedor brasileiro é visto com bons olhos. A forma da gente é de empreender, é totalmente fora da curva, de fato. O que eu vejo que a gente peca muito é nos cuidados e planejamentos que nós temos tanto financeiro quanto jurídico. Então é muito “vamos testar e ver no que dá e depois a gente corre atrás do que precisa fazer”, e o que eu sempre falo de uma startup em etapa inicial "cuida muito do teu captabel porque ele é um só", a pizza é uma só, não tem como multiplicar a pizza, não tem como ela aumentar, então entenda muito bem o que você precisa minimamente, tanto falando de valor de investimento, porque às vezes é muito fácil botar no pitch deck que precisa de um milhão de reais e não faz nem ideia porque precisa, assim como quanto que você quer que essa fatia venha a valer no mercado, porque quanto mais você doa a fatia, menos está valendo e vice-versa.</p>

E outro ponto é, quem você quer que sente na sua mesa? Porque o investidor é sócio no final do dia, então é uma parcela também que cada vez mais os empreendedores e empreendedoras vão entendendo o quanto também é estratégico não só pelo dinheiro, mas pelo conhecimento, pela bagagem, pelo networking. Esses investidores vão trazer ele junto com esse valor envolvido, então acredito que é **falando de perfil empreendedor que a gente busca pelo menos os empreendedores que tenham minimamente um planejamento, o presente e futuro, estabelecido minimamente, uma estrutura jurídica e financeira minimamente saudável, que realmente faça sentido não só por Excel, mas que faça sentido nas entregas.**

Tanto o mercado de venture capital para o lado de investidores quanto de empreendedores, acredito que a gente está sofrendo um processo de transformação, onde era algo muito novo, que as pessoas não conheciam, para o que as pessoas já estão entendendo mais, já estão se aproximando e cada vez mais querem estar próximas, seja na parte de empreendedorismo, seja na parte de investimento, então acredito que a gente está nessa fase em 2023 ainda de maturação, no processo de desenvolvimento, ainda mais quando a gente está falando também do poder público, cada vez mais envolvido. **A gente ver cada vez mais edital de fomento, falando de fundo perdido, então você começa a ver que existe tanto poder privado quanto o poder público se envolvendo cada vez mais, por isso, obviamente, o impacto começa a ser maior no dia a dia das pessoas, então isso eu acho que também é muito bom.**

Além disso o conhecimento também dos empreendedores e empreendedoras da existência de editais de fomento, algo que para muitos é totalmente desconhecido, sobre algo que você vai receber, às vezes um valor super relevante para a sua startup, sem ter que interferir dentro do seu cap table, sem ter que entrar com sócios, então eu acho que é muito positivo também até o direito de fazer isso, além do mútuo conversível.

Entrevistadora: Em relação a esse contrato de mútuo quais cláusulas você considera relevantes tanto para o empreendedor quanto para o investidor?

Entrevistado(a): Acredito que a cláusula de investimento é bem importante, tanto de segurança dos empreendedores, de ter aquele tempo ali, quanto dos investidores.

A gente tem agora a possibilidade de fazer a negociação subsequente das rodadas, e isso dos títulos já emitidos, então eu não vou fazer nenhuma emissão nova dos títulos, então isso também é uma segurança para os empreendedores da quantidade de títulos que eu vou emitir. “Estou fazendo agora uma captação de quatrocentos mil reais, por cinco mil a cota. Eu vou emitir no máximo 80 títulos” então isso também acredito que é uma garantia bem importante para dentro do contrato.

Deveres e obrigações de ambas as partes, acho que é bem importante. Um ponto também, que eu acho bem relevante que a CVM traz, e eu acho que além de ser uma cláusula, é uma boa prática, é o acompanhamento posterior que os

investidores têm com a startup. **Então, depois que tu investe, a startup é obrigada a compartilhar contigo durante todo o contrato alguns resultados dela.** Então nisso a gente já coloca dentro da cláusula.

A CVM estipula ali que vão ter algumas informações sobre os resultados, mas ela não estipula quais, nós com plataformas que avaliamos e trazemos para startup, normalmente a gente traz ali: faturamento, CAC, churn, LTV, MRR, eu acho isso uma ótima cláusula tanto do lado do investidor, quando do empreendedor, que entende que vai ter também uma prestação de contas. Isso é algo que a plataforma consegue assegurar para os investidores também que estão iniciando essa jornada, tu consegue administrar e acompanhar a tua carteira, a gestão de portfólio. Falando do mútuo de plataforma, é hoje para mim uma das principais cláusulas que eu vejo.

A questão também de novos títulos emitidos, a gente sempre tem que notificar os investidores já de plataformas de equity crowdfunding. Os investidores de anteriores ali da rodada eles estão notificados também. Eles não têm poder nenhum de negar ou de alguma forma, travar a próxima rodada, mas eles têm que ser notificados, então esse acompanhamento e essa atualização pra mim é um dos principais pontos ali que consegue acompanhar.

Entrevistadora: O que você recomenda para uma operação de investimento bem-sucedida? Tanto pensando numa frase pré-contratual, durante aquele contrato e também o pós.

Entrevistado(a): Quando a gente está falando de startups ainda early stage, eu não tenho uma fase ainda muito robusta de startups que passe por auditoria robusta ou algo do gênero, **mas cada vez mais a gente começa a ver uma maturidade, uma responsabilidade sendo construída pelos empreendedores.**

Então o que eu vejo cada vez mais o anseio e a vontade deles de serem um conselho cada vez mais no início da startup e isso sendo algo aí bem positivo, às vezes não é sendo ainda algo remunerado, mas existem cada vez mais movimentos de conselheiros que querem ganhar experiência, querem entender no mercado de inovação de startups e estão ali no conselho realmente como voluntários.

Então, **cada vez mais eu vejo startups que às vezes chegam com a gente já falam "Camila, eu tenho um advisor, eu tenho aqui um conselho já constituído"** então falando de boas práticas de governança, eu acho um passo de muita evolução, que pouco era conversado e de uma forma aí atraente para as startups, mas cada vez mais eu vejo até os conselheiros se aproximando mais e as startups entendendo mais esse movimento de "Como é que é formar um conselho? Vai ser conselho consultivo ou de administração, quais são as diferenças? Quais são os pontos positivos ou não na criação de uma visão estratégica da startup"

Outro ponto que eu vejo cada vez mais a maturidade também financeira, vejo ainda mais quando a gente está falando de editais, a responsabilidade que eles

	<p>estão tendo às vezes é de buscar é alternativas, além do bootstrapping, buscar alternativas que não vão mexer no captable dele e só depois ir atrás de valores é quando realmente é algo de uma escala mais realmente robusta, mais evoluída. Então eu não vou pegar no primeiro, segundo, terceiro mês de operação uma captação. E outra a energia e a dificuldade que ele vai ter vai ser muito maior no início. Então cada vez mais, com a maturidade dessas empresas de "Eu vou fazer o meu arroz com feijão aqui no início para depois eu buscar isso" E aí, o que que traz? Quanto mais você tem que fazer esse arroz e feijão bem-feito, tem cada vez mais uma transparência de financeiro, de jurídico, de compliance, então isso tudo começa a ter uma maturidade. Quer dizer que as startups estão 100% prontas? Não, mas acredito que elas estão pelo menos mais cientes dos riscos que elas estão se envolvendo.</p> <p>Então, o que eu vejo mais é o jurídico mais próximo das startups, não interno, isso acho que vai ser algo para alguns anos ainda isso acontecer, mas ainda como parceiro, algo às vezes de troca de serviço vejo cada vez mais, um jurídico como um conselheiro, o jurídico, às vezes como alguém que eles utilizam de acordo com necessidade, às vezes horas por semana, então eu vejo cada vez mais essa proximidade.</p> <p>Então isso também acho que é algo interessante, assim é algo que o empreendedor, hoje, ele, mesmo que ele não seja um advogado, mesmo que ele não seja um contador, minimamente, ele tem alguns conhecimentos prévios e básicos, e eles procuram cada vez mais é estar envolvidos em discussões e conhecimentos é mais próximos assim.</p>
9	<p>Entrevistadora: Quais são as principais cláusulas que você acha que são essenciais numa negociação de investimento?</p> <p>Entrevistado(a): Eu diria, primeiro, as cláusulas típicas de governança. Poder e informação, eu acho que são duas dinâmicas essenciais, então: quanto, como e onde o investidor tem interferência na operação? Nessa dinâmica de negócio negociar acesso à informação gerencial é absolutamente essencial. É, regras de saída e relações ligadas a não concorrência ou restrições para que o investidor não seja passado para trás, como cláusulas que assegurem o valor da negociação. Vamos lá, tag drag é superlegal importante resolve uma série de problemas, mas quantidade de vezes que esse dispositivo de gatilhada é relativamente menor do que a gente imagina.</p> <p>Então, eu entendo que as cláusulas que assegurem uma relação hígida são as mais importantes, porque no final das contas, beleza, ainda que você não tenha um tag, você está na organização que valorou, dos males é um pouco menor. Obviamente tudo ali é tudo é importante, mas eu acredito que as coisas mais importantes têm a ver com garantir, que é que os direitos estejam claros e que o negócio continue fluindo. Então como é que a dinâmica de poder, como é a dinâmica de informação.</p> <p>Entrevistadora: Quais as dificuldades que você vê enquanto advogado de propor</p>

	<p>novas soluções?</p> <p>Entrevistado(a): (...) Nesse ambiente de startups, especialmente quando a gente ainda não tem judicialização, você vai ter muito do que eu chamo de “síndrome de Gabriela: que eu nasci assim, eu cresci assim. Eu tive uma longa conversa com o cliente e fui mapeando e isto para lá, isso para cá, isto para lá, isso para cá, para cá e no final das contas eu encaminhei para dizer, olha, minha recomendação é o título e ele vamos usar o mútuo porque é mais usual. Aí você dá um sorriso amarelo, eu diz ok. O ser usual tem valor, mas eu não posso ignorar as demais.</p> <p>(...) Eu acho que tem a ver com segurança jurídica, tem a ver com cultura jurídica. A gente tem dificuldade de acolher as estruturas dos institutos. No meu sentir, isso que é o grande prejuízo. A gente precisa ter uma consolidação, práticas catalogadas, sair das questões abstratas e ir para o mundo real.</p> <p>Entrevistadora: Gostaria de saber assim, o que é que você acha em aspectos extracontratuais no que a gente ainda precisa avançar no ecossistema de inovação?</p> <p>Entrevistado(a): O que é que a gente precisava avançar nos aspectos extracontratuais eu diria que é na gestão financeira. Então eu acho que se eu dissesse, onde é que eu sinto que tem muita coisa desandando é na gestão financeira, é falta de contabilidade, é falta de gestão, de fluxo de caixa. Então eu vejo negócios até de porte maior hoje que não fazem controle de fluxo de caixa. Então não é Tecnológica, não é jurídica, Eu acho que o financeiro tem um mais do que um trabalho importante e é onde eu vejo muitos negócios se descarrilarem.</p> <p>Entrevistadora: Agora deixo um espaço final para você deixar algum comentário adicional.</p> <p>Entrevistado(a): Um tema que a gente não conversou, mas que poderia ser interessante, e aí talvez seja porque me interessa bastante, é o Crowdfunding e a possibilidade disso se criar um mercado secundário. Aí essa é a coisa que eu me pergunto e me pergunta, é se a natureza do instrumento interfere em rodadas de crowdfunding. Acredito que as resoluções que tivemos na instrução normativa da CVM permitem criar um mercado de valores robusto fora da bolsa, assim, para o ambiente de startups. A ideia de um de um mercado secundário é algo que super me interessa e eu acho que existe um espaço para isso. Porque o mercado de ações, o mercado de valores imobiliários, ele é primariamente, um mercado de ações. No final do dia, o título de investimento se aproxima mais da ação do que o mútuo. Então a minha pergunta é, e aí caminha um pouco de será que a gente só não a gente não está se apaixonando pelos nomes e se afastando um pouco das relações jurídicas de fundo?</p>
10	<p>Entrevistadora: Quais são cláusulas essenciais que não podem deixar de estar num contrato de investimento?</p> <p>Entrevistado(a): Cláusulas essenciais a gente vai ter um monte assim. O</p>

mercado já conhece essas cláusulas já prática essas cláusulas, então assim a gente vai ter **o direito de preferência, anti diluição, vai ter no direito de preferência o drag long e tag long. Então a gente vai ter a governança da investida, a gente vai ter todas essas questões relacionadas à quóruns, veto, voto afirmativo, a board...**

Então a gente tem às vezes use of proceeds, cláusulas relacionadas, por exemplo, a obrigações para dentro da sociedade por exemplo "Ah e liderança da sociedade, vai ter que se comprometer, por exemplo, a adotar boas práticas de contabilidade, vai ter que ter uma assessoria jurídica é que contemple tais e tais áreas...." **A questão do perdão do mundo conversível, eu tenho visto isso se tornar cada vez mais comum, justamente para proteger a startup de ter que falir, pra pagar o investidor que se arrependeu e não quer fazer a conversão.**

A cláusula de conversão, é uma cláusula que eu tenho visto cada vez mais trabalhada, detalhada, com muitos gatilho, tanto no interesse da investida quanto no interesse da investidora. Recentemente eu vi um documento que eu estava acompanhando no interesse de um dos sócios uma rodada de investimento era uma investida. Era uma era um contrato de mútuo conversível, em que as partes combinaram que elas iam negociar de boa-fé, qual seria o momento da conversão, não deixou um poder exclusivo na mão do investidor, essa era uma realidade em que o founder tinha ainda muita influência sobre o destino do negócio, então eles ajustaram
assim.

Entrevistadora: No que você acredita que temos que evoluir no ecossistema de startups brasileiro?

Entrevistado(a): **O que mudar no ecossistema, nada nos documentos, eu acho que é uma questão mais extracontratual mesmo.** Eu acho que envolve um bocado de coisas, por exemplo, o amadurecimento das das próprias startups, até, por exemplo, quando a gente pensa nessas rodadas de investimento, eu vejo muito amadorismo em alguns founders, de não estarem bem assessorados de não me entenderem qual é a melhor forma de conduzir esse momento com esses investidores, **você vê investidores mais profissionalizados, mais bem assessorados** e o founder é que está ali conversando, mas ele não sabe exatamente como se portar. Então esse aumento de maturidade na sentada de negociação com o investidor é para mim uma preocupação.

Eu vejo, por exemplo, os esses nichos de maturação de startups como aceleradoras, incubadoras, principalmente as incubadoras públicas, as aceleradoras públicas, programas do governo federal das aceleradoras, eu acho que são essenciais para o amadurecimento dessas startups, mas, por outro lado, não existem em quantidade suficiente.

Então acho que tem que ter mais ambientes como esses, mais hubs, mais aceleradoras governamentais mesmo, mais aceleradoras privadas, mais ambientes, que ali você tem muitas finanças reunidos, você tem troca de conhecimentos, a gente precisa de mais espaço, isso é pra mim uma política pública prioritária do governo.

ANEXO 1 - SAFE DISCOUNT, NO VALUATION CAP TRADUZIDO PARA LÍNGUA PORTUGUESA

ESTE INSTRUMENTO E QUAISQUER VALORES MOBILIÁRIOS EMITIDOS DE ACORDO COM AQUI NÃO FORAM REGISTRADOS SOB A LEI DE VALORES MOBILIÁRIOS DE 1933, CONFORME ALTERADA (A “ **LEI DE VALORES MOBILIÁRIOS** ”), OU SOB AS LEIS DE VALORES MOBILIÁRIOS DE CERTOS ESTADOS. ESTES VALORES MOBILIÁRIOS NÃO PODEM SER OFERECIDOS, VENDIDOS OU DE OUTRA FORMA TRANSFERIDOS, PENSADOS OU HIPOTECADOS, EXCETO CONFORME PERMITIDO NESTE COFRE E SOB A LEI E AS LEIS DE VALORES MOBILIÁRIOS DO ESTADO APLICÁVEIS DE ACORDO COM UMA DECLARAÇÃO DE REGISTRO EFICAZ OU UMA ISENÇÃO DA MESMA.

[NOME DA EMPRESA]

SEGURO (Acordo Simples para Patrimônio Futuro)

ESTE CERTIFICA QUE, em troca do pagamento por [Nome do Investidor] (o “ **Investidor** ”) de \$[_____] (o “ **Valor da Compra** ”) em ou por volta de [Data de Segurança], [Nome da Empresa], um [Estado de Constituição] sociedade anônima (a “ **Companhia** ”), emite ao Investidor o direito a determinadas ações do Capital Social da Companhia, observados os termos descritos abaixo.

Este Cofre é um dos formulários disponíveis em <http://ycombinator.com/documents> e a Empresa e o Investidor concordam que nenhum dos dois modificou o formulário, exceto para preencher espaços em branco e termos entre colchetes.

A “ **Taxa de Desconto** ” é [*100 menos o desconto*]%.

Consulte a **Seção 2** para obter determinados termos definidos adicionais.

1. *Eventos*

(a) **Financiamento de capital**. Se houver um Financiamento de Capital antes do término deste Cofre, no fechamento inicial de tal Financiamento de Capital, este Cofre **será automaticamente convertido** no número de ações de Ações Preferenciais do Cofre igual ao Valor de Compra dividido pelo Preço com Desconto.

Em conexão com a conversão automática deste Cofre em Ações Preferenciais Cofres, o Investidor executará e entregará à Companhia todos os documentos da transação relacionados ao Financiamento de Capital; *desde* que tais documentos (i) sejam os mesmos documentos a serem celebrados com os compradores de Ações Preferenciais Padrão, com variações apropriadas para as Ações Preferenciais Seguras, se aplicável, e (ii) tenham exceções habituais a qualquer arrastamento aplicável ao Investidor, incluindo (sem limitação) representações limitadas, garantias, responsabilidades e obrigações de indenização para o Investidor.

(b) **Evento de Liquidez**. Se houver um Evento de Liquidez antes do término deste Cofre, o Investidor **terá automaticamente direito** (sujeito à prioridade de liquidação estabelecida na Seção 1(d) abaixo) a receber uma parte dos Recursos, devida e pagável ao Investidor imediatamente antes até, ou concomitante, à consumação de tal Evento de Liquidez, igual ao maior entre (i) o Valor de Compra (o “ **Valor de Saque** ”) ou (ii) o valor a pagar sobre o número de ações ordinárias igual a o Valor de Compra dividido pelo Preço de Liquidez (o “ **Valor de Conversão** ”). Se qualquer um dos detentores de valores mobiliários da Sociedade puder escolher quanto à forma e ao valor dos Recursos a serem recebidos em um Evento de Liquidez, o Investidor terá a mesma escolha, *desde* que o Investidor não possa optar por receber uma forma de contraprestação que o O Investidor seria inelegível para receber como resultado da falha do Investidor em satisfazer qualquer requisito ou limitação geralmente aplicável aos detentores de valores mobiliários da Sociedade, ou sob quaisquer leis aplicáveis.

Não obstante o acima exposto, em conexão com uma Mudança de Controle destinada a se qualificar

como uma reorganização isenta de impostos, a Empresa poderá reduzir a parcela em dinheiro dos Recursos a pagar ao Investidor pelo valor determinado pelo seu conselho de administração de boa fé para tal Mudança de Controle para se qualificar como uma reorganização isenta de impostos para fins de imposto de renda federal dos EUA, desde que tal redução (A) não reduza o total dos Recursos a pagar a esse Investidor e (B) seja aplicada da mesma maneira e proporcionalmente a todos os detentores de valores mobiliários que tenham prioridade igual ao Investidor nos termos da Seção 1(d).

(c) **Evento de Dissolução**. Se houver um Evento de Dissolução antes do término deste Cofre, o Investidor terá automaticamente direito (sujeito à prioridade de liquidação estabelecida na Seção 1(d) abaixo) a receber uma parte dos Recursos igual ao Valor de Saque, devido e pagável ao Investidor imediatamente antes da consumação do Evento de Dissolução.

(d) **Prioridade de Liquidação**. Em um Evento de Liquidez ou Evento de Dissolução, este Cofre destina-se a operar como Ações Preferenciais não participantes padrão. O direito do Investidor de receber o seu Valor de Saque é:

(i) Subordinado ao pagamento de dívidas pendentes e reivindicações de credores, incluindo reivindicações contratuais de pagamento e notas promissórias conversíveis (na medida em que tais notas promissórias conversíveis não sejam efetiva ou nocionalmente convertidas em Capital Social);

(ii) No mesmo nível dos pagamentos de outros Cofres e/ou Ações Preferenciais, e se os Recursos aplicáveis forem insuficientes para permitir pagamentos integrais ao Investidor e a outros Cofres e/ou Ações Preferenciais, os Recursos aplicáveis serão distribuídos pro rata ao Investidor e outros Cofres e/ou Ações Preferenciais proporcionalmente aos pagamentos integrais que de outra forma seriam devidos; e

(iii) Sênior em relação aos pagamentos por Ações Ordinárias.

O direito do Investidor de receber seu Valor de Conversão é (A) equivalente aos pagamentos de Ações Ordinárias e outros Cofres e/ou Ações Preferenciais que também estão recebendo Valores de Conversão ou Receitas em uma base semelhante à conversão para Ações Ordinárias, e (B) inferiores aos pagamentos descritos nas cláusulas (i) e (ii) acima (neste último caso, na medida em que tais pagamentos sejam Montantes de Saque ou preferências de liquidação semelhantes).

(e) **Rescisão**. Este Cofre será automaticamente rescindido (sem isentar a Empresa de quaisquer obrigações decorrentes de uma violação ou não conformidade anterior com este Cofre) imediatamente após a primeira ocorrência de: (i) a emissão de Capital Social ao Investidor de acordo com o automático conversão deste Cofre sob a Seção 1(a); ou (ii) o pagamento, ou reserva para pagamento, de valores devidos ao Investidor de acordo com a Seção 1(b) ou Seção 1(c).

2. ***Definições***

“ **Capital Social** ” significa o capital social da Sociedade, incluindo, sem limitação, as “ **Ações Ordinárias** ” e as “ **Ações Preferenciais** ”.

“ **Mudança de Controle** ” significa (i) uma transação ou série de transações relacionadas em que qualquer “pessoa” ou “grupo” (dentro do significado da Seção 13(d) e 14(d) do Securities Exchange Act de 1934, conforme alterado), torna-se o “proprietário beneficiário” (conforme definido na Regra 13d-3 sob o Securities Exchange Act de 1934, conforme alterado), direta ou indiretamente, de mais de 50% dos títulos com direito a voto em circulação da Sociedade, tendo o direito de votar para a eleição dos membros do conselho de administração da Companhia, (ii) qualquer reorganização, fusão ou consolidação da Companhia, que não seja uma transação ou série de transações relacionadas em que os titulares dos títulos com direito a voto da Companhia em circulação imediatamente antes de tal transação ou série de transações relacionadas retenha, imediatamente após tal transação ou série de transações relacionadas, pelo menos a maioria do poder de voto total representado pelos títulos com direito a voto em circulação da Sociedade ou de outra entidade sobrevivente ou resultante ou (iii) uma venda, arrendamento ou outra alienação de todos ou substancialmente todos os ativos da Empresa.

“ **Listagem Direta** ” significa a listagem inicial da Empresa de suas Ações Ordinárias (exceto ações ordinárias não elegíveis para revenda sob a Regra 144 da Lei de Valores Mobiliários) em uma bolsa de valores nacional por meio de uma declaração de registro efetiva no Formulário S-1 arquivado pela Empresa junto à SEC que registra ações do capital social existente da Empresa para revenda, conforme aprovado pelo conselho de administração da Empresa. Para evitar dúvidas, uma Listagem Direta não será considerada uma oferta subscrita e não envolverá quaisquer serviços de subscrição.

“ **Preço com Desconto** ” significa o menor preço por ação das Ações Preferenciais Padrão vendidas no Financiamento de Capital multiplicado pela Taxa de Desconto.

“ **Evento de Dissolução** ” significa (i) um encerramento voluntário das operações, (ii) uma cessão geral em benefício dos credores da Sociedade ou (iii) qualquer outra liquidação, dissolução ou dissolução da Sociedade (**excluindo** um Evento de Liquidez), seja voluntário ou involuntário.

“ **Valor do Dividendo** ” significa, com relação a qualquer data em que a Sociedade pague um dividendo sobre suas Ações Ordinárias em circulação, o valor desse dividendo que é pago por ação das Ações Ordinárias multiplicado por (x) o Valor da Compra dividido por (y) o Preço de Liquidez (tratando a data do dividendo como um Evento de Liquidez apenas para fins de cálculo desse Preço de Liquidez).

“ **Financiamento de capital** ” significa uma transação de boa-fé ou uma série de transações com o objetivo principal de levantar capital, de acordo com a qual a Empresa emite e vende Ações Preferenciais a uma avaliação fixa, incluindo, mas não se limitando a, um pré-dinheiro ou pós-dinheiro avaliação.

“ **Oferta Pública Inicial** ” significa o fechamento do primeiro compromisso firme da Empresa subscrito na oferta pública inicial de Ações Ordinárias de acordo com uma declaração de registro arquivada sob a Lei de Valores Mobiliários.

“ **Evento de Liquidez** ” significa uma Mudança de Controle, uma Listagem Direta ou uma Oferta Pública Inicial.

“ **Preço de Liquidez** ” significa o preço por ação igual ao valor justo de mercado das Ações Ordinárias no momento do Evento de Liquidez, conforme determinado por referência ao preço de compra a pagar em conexão com tal Evento de Liquidez, multiplicado pela Taxa de Desconto .

“ **Produtos** ” significa dinheiro e outros ativos (incluindo, sem limitação, contraprestação de ações) que sejam provenientes do Evento de Liquidez ou do Evento de Dissolução, conforme aplicável, e legalmente disponíveis para distribuição.

“ **Seguro** ” significa um instrumento contendo direito futuro a ações do Capital Social, semelhante em forma e conteúdo a este instrumento, adquirido por investidores com a finalidade de financiar as operações comerciais da Companhia. As referências a “este Seguro” significam este instrumento específico.

“ **Seguro Ações Preferenciais** ” significa as ações da série de Ações Preferenciais emitidas ao Investidor em um Financiamento de Capital, tendo os mesmos direitos, privilégios, preferências, antiguidade, múltiplo de liquidação e restrições que as ações de Ações Preferenciais Padrão, exceto que qualquer ação baseada em preço preferências (como valor de liquidação por ação, preço de conversão inicial e valor de dividendo por ação) serão baseadas no Preço com Desconto.

“ **Ações Preferenciais Padrão** ” significa as ações de uma série de Ações Preferenciais emitidas para os investidores que investem dinheiro novo na Empresa em conexão com o fechamento inicial do Financiamento de Capital.

3. Representações da Empresa

(a) A Empresa é uma sociedade anônima devidamente constituída, validamente existente e em situação regular de acordo com as leis de seu estado de constituição, e tem o poder e a autoridade para possuir, arrendar e operar suas propriedades e exercer seus negócios conforme agora conduzidos.

(b) A execução, entrega e execução deste Cofre pela Empresa está dentro do poder da Empresa e foi devidamente autorizada por todas as ações necessárias por parte da Empresa (sujeito à seção 3 (d)). Este Cofre constitui uma obrigação legal, válida e vinculativa da Empresa, executável contra a Empresa de acordo com seus termos, exceto conforme limitado por falência, insolvência ou outras leis de aplicação geral relacionadas ou que afetem a aplicação dos direitos dos credores em geral e geral princípios de equidade. Até onde sabemos, a Empresa não está violando (i) seu atual certificado de constituição ou estatuto social, (ii) qualquer estatuto, regra ou regulamento relevante aplicável à Empresa ou (iii) qualquer dívida ou contrato relevante ao qual a Empresa esteja uma parte ou pela qual esteja vinculada, onde, em cada caso, tal violação ou inadimplência, individualmente ou em conjunto com todas essas violações ou inadimplências, poderia razoavelmente ter um efeito adverso relevante sobre a Empresa.

(c) A execução e consumação das transações contempladas por este Cofre não violam e não irão: (i) violar qualquer julgamento, estatuto, regra ou regulamento relevante aplicável à Empresa; (ii) resultar na aceleração de qualquer dívida ou contrato relevante do qual a Companhia seja parte ou ao qual esteja vinculada; ou (iii) resultar na criação ou imposição de qualquer gravame sobre qualquer propriedade, ativo ou receita da Empresa ou na suspensão, confisco ou não renovação de qualquer permissão, licença ou autorização relevante aplicável à Empresa, seus negócios ou operações .

(d) Não são necessários consentimentos ou aprovações em conexão com o desempenho deste Cofre, exceto: (i) as aprovações corporativas da Empresa; (ii) quaisquer qualificações ou registros sob as leis de valores mobiliários aplicáveis; e (iii) aprovações societárias necessárias para autorização do Capital Social emitido nos termos da Cláusula 1.

(e) Tanto quanto é do seu conhecimento, a Empresa possui ou possui (ou pode obter em termos comercialmente razoáveis) direitos legais suficientes sobre todas as patentes, marcas registradas, marcas de serviço, nomes comerciais, direitos autorais, segredos comerciais, licenças, informações, processos e outras propriedades intelectuais. direitos necessários para seus negócios conforme conduzidos atualmente e atualmente propostos para serem conduzidos, sem qualquer conflito ou violação dos direitos de terceiros.

4. Representações dos Investidores

(a) O Investidor tem plena capacidade legal, poder e autoridade para executar e entregar este Cofre e para cumprir suas obrigações aqui estabelecidas. Este Cofre constitui uma obrigação válida e vinculativa do Investidor, exequível de acordo com os seus termos, exceto conforme limitado por falência, insolvência ou outras leis de aplicação geral relacionadas ou que afetem a aplicação dos direitos dos credores em geral e princípios gerais de equidade.

(b) O Investidor é um investidor credenciado, conforme tal termo é definido na Regra 501 do Regulamento D sob o Securities Act, e reconhece e concorda que, se não for um investidor credenciado no momento de um Financiamento de Capital, a Empresa poderá anular este Seguro e devolver o valor da compra. O Investidor foi informado de que este Cofre e os títulos subjacentes não foram registrados sob a Lei de Valores Mobiliários, ou quaisquer leis estaduais de valores mobiliários e, portanto, não podem ser revendidos a menos que sejam registrados sob a Lei de Valores Mobiliários e leis de valores mobiliários estaduais aplicáveis ou a menos que uma isenção desses requisitos de registro está disponível. O Investidor está comprando este Cofre e os títulos a serem adquiridos pelo Investidor nos termos deste documento por sua própria conta para investimento, não como um nomeado ou agente, e não com o objetivo de, ou para revenda em conexão com a distribuição do mesmo, e o O Investidor não tem intenção atual de vender, conceder qualquer participação ou de outra forma distribuir o mesmo. O Investidor possui tal conhecimento e experiência em questões financeiras e comerciais que o Investidor é capaz de avaliar os méritos e riscos de tal investimento, é capaz de incorrer em uma perda total de tal investimento sem prejudicar a

condição financeira do Investidor e é capaz de suportar os custos econômicos risco de tal investimento por um período de tempo indefinido.

5. *Diversos*

(a) Qualquer disposição deste Cofre pode ser alterada, renunciada ou modificada mediante consentimento por escrito da Empresa e (i) do Investidor ou (ii) da participação majoritária de todos os Cofres então em circulação com o mesmo “Pós- Limite de avaliação monetária” e “Taxa de desconto” como este Cofre (e os Cofres sem um ou ambos os termos serão considerados iguais em relação a esse(s) termo(s)), *desde que* com relação à cláusula (ii): (A) o Valor da Compra não pode ser alterado, renunciado ou modificado desta forma, (B) o consentimento do Investidor e de cada detentor de tais Cofres deve ser solicitado (mesmo que não obtido), e (C) tal alteração, renúncia ou a modificação trata todos esses titulares da mesma maneira. “Participação majoritária” refere-se aos titulares do grupo aplicável de Cofres cujos Cofres têm um Valor total de Compra superior a 50% do Valor total de Compra de todos esse grupo aplicável de Cofres.

(b) Qualquer aviso exigido ou permitido por este Cofre será considerado suficiente quando entregue pessoalmente ou por correio noturno ou enviado por e-mail para o endereço relevante listado na página de assinatura, ou 48 horas após ter sido depositado no correio dos EUA como certificado ou registrado correspondência com postagem pré-paga, endereçada à parte a ser notificada no endereço da parte listado na página de assinatura, conforme posteriormente modificado por notificação por escrito.

(c) O Investidor não tem o direito, como titular deste Cofre, de votar ou ser considerado titular do Capital Social para qualquer finalidade que não seja fiscal, nem nada neste Cofre será interpretado como conferindo ao Investidor, como tal , quaisquer direitos de um acionista da Empresa ou direitos de voto para a eleição de diretores ou em qualquer assunto submetido aos acionistas da Empresa, ou para dar ou recusar consentimento para qualquer ação corporativa ou para receber convocação de assembleias, até que as ações tenham sido emitidas nos termos descrito na Seção 1. No entanto, se a Empresa pagar um dividendo sobre ações ordinárias em circulação (que não seja pagável em ações ordinárias) enquanto este Cofre estiver em circulação, a Empresa pagará o Valor do Dividendo ao Investidor ao mesmo tempo. .

(d) Nem este Cofre nem os direitos deste Cofre são transferíveis ou cedíveis, por força da lei ou de outra forma, por qualquer uma das partes sem o consentimento prévio por escrito da outra; *desde que, no entanto* , este Cofre e/ou seus direitos possam ser cedidos sem o consentimento da Empresa pelo Investidor (i) ao patrimônio do Investidor, herdeiros, executores, administradores, tutores e/ou sucessores em caso de morte ou invalidez do Investidor, ou (ii) a qualquer outra entidade que, direta ou indiretamente, controle, seja controlada ou esteja sob controle comum do Investidor, incluindo, sem limitação, qualquer sócio comanditado, membro gestor, executivo ou diretor do Investidor, ou qualquer capital de risco fundo existente ou futuramente existente que seja controlado por um ou mais sócios comanditados ou sócios gestores, ou que partilhe a mesma sociedade gestora com o Investidor .

(e) No caso de qualquer uma ou mais das disposições deste Cofre ser, por qualquer motivo, considerada inválida, ilegal ou inexecutável, no todo ou em parte ou em qualquer aspecto, ou no caso de qualquer um ou mais dos disposições deste Cofre operam ou operariam prospectivamente para invalidar este Cofre, então e em qualquer caso, tais disposições serão consideradas nulas e sem efeito e não afetarão qualquer outra disposição deste Cofre e as disposições restantes deste Cofre permanecerá em vigor e em pleno vigor e efeito e não será afetado, prejudicado ou perturbado por isso.

(f) Todos os direitos e obrigações aqui previstos serão regidos pelas leis do Estado de [Jurisdição da Lei Aplicável], independentemente dos conflitos de disposições legais de tal jurisdição.

(g) As partes reconhecem e concordam que, para fins de imposto de renda federal e estadual dos Estados Unidos, este Cofre é, e sempre foi, destinado a ser caracterizado como ações e, mais particularmente, como ações ordinárias para fins das Seções 304, 305, 306, 354, 368, 1036 e 1202 do Código da Receita Federal de 1986, conforme alterado. Consequentemente, as partes concordam em tratar este Cofre de forma consistente com a intenção anterior para todos os fins de imposto de renda federal e estadual dos Estados Unidos (incluindo, sem limitação, em suas respectivas declarações fiscais ou outras declarações informativas).

(segue a página de assinatura)

EM TESTEMUNHO DO QUE, os abaixo assinados fizeram com que este Cofre fosse devidamente executado e entregue.

[**EMPRESA**]

Por: [*nome*][*título*]

Endereço:

E-mail:

INVESTIDOR:

Por:

Nome:

Título:

Endereço:

E-mail:

ANEXO 2 - MÚTUO CONVERSÍVEL

MODELO**CONTRATO DE
MÚTUO CONVERSÍVEL EM
PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA¹****[RAZÃO SOCIAL DA STARTUP]**

[dia] de [mês], [ano]

Pelo presente instrumento particular e na melhor forma de direito, de um lado:

[INVESTIDOR A], [nacionalidade], [estado civil], [profissão], residente e domiciliado na [Logradouro], [número], [complemento], [bairro], [cidade], Estado de [estado], portador da cédula de identidade RG nº [-] inscrito no CNPJ/MF sob o nº [-], (“Investidor”); e, de outro lado:

[SOCIEDADE], sociedade com sede na [Logradouro], [número], [complemento], [bairro], [cidade], Estado de [estado], inscrita no CNPJ/MF sob o nº [-] (“Sociedade”); e, ainda, como intervenientes anuentes:

[FUNDADOR A], [nacionalidade], [estado civil], [profissão], residente e domiciliado na [Logradouro], [número], [complemento], [bairro], [cidade], Estado de [estado], portador da cédula de identidade RG nº [-] inscrito no CNPJ/MF sob o nº [-]; [FUNDADOR B], [nacionalidade], [estado civil], [profissão], residente e domiciliado na [Logradouro], [número], [complemento], [bairro], [cidade], Estado de [estado], portador da cédula de identidade RG nº [-] inscrito no CNPJ/MF sob o nº [-]; e [FUNDADOR C], [[nacionalidade], [estado civil], [profissão], residente e domiciliado na [Logradouro], [número], [complemento], [bairro], [cidade], Estado de [estado], portador da cédula de identidade RG nº [-] inscrito no CNPJ/MF sob o nº [-]; em conjunto, os “Sócios”.

(Sócios, Investidor e Sociedade, denominados, em conjunto, “Partes” e, individualmente, “Parte”);

CONSIDERANDO QUE os Sócios são titulares e possuidores legítimos de 100% (cem por cento) do capital social da Sociedade, e o Investidor têm intenção de disponibilizar para a Sociedade um crédito, a título de mútuo conversível em participação societária, nos termos e condições estabelecidos neste instrumento, RESOLVEM as Partes, de boa fé, celebrar o presente “*Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária*” (“Contrato” ou “Instrumento”), que se regerá pelas disposições do preâmbulo e pelas cláusulas e condições a seguir enumeradas:

1. Definições

1.1. Sem prejuízo de outras definições atribuídas nas Cláusulas deste Contrato, as palavras abaixo, quando utilizadas no singular ou plural, terão os seguintes significados:

¹ Versão 1.0, 23 de maio de 2017. O presente **modelo** é parte integrante do portal [Espaço Startup](#), iniciativa promovida pelo Baptista Luz Advogados em conjunto com parceiros do ecossistema de empreendedorismo, e foi desenvolvido para fins meramente informativos. O objetivo deste documento é apresentar à comunidade, didaticamente, as melhores práticas contratuais utilizadas para investimentos de baixo valor em *startups* de base tecnológica, conforme aplicados pelos principais investidores e aceleradoras. Evidente, nada aqui apresentado deve ser tomado como uma *premissa* em negociações, já que existem várias possibilidades jurídicas adequadas para uma operação, e muitos dos termos aqui apresentados podem não necessariamente serem os mais adequados para determinada situação. Logo, ressaltamos que **nada neste documento deve ser interpretado como aconselhamento jurídico de qualquer tipo**. Recomendamos, fortemente, que os interessados em utilizar estruturas semelhantes a essas em seus investimentos procurem a assessoria e aconselhamento de advogados. Para mais informações, [acesse aqui](#).



- (i) **Mútuo:** R\$ [-].
- (ii) **Data de Vencimento:** [-]/[-]/[-].
- (iii) **Percentual de Referência:** [-] %.
- (iv) **Desconto:** [-] %.
- (v) **Piso do Evento de Liquidez:** R\$[-].

2. Objeto

2.1. Mútuo. Por meio deste Contrato, o Investidor concede à Sociedade o Mútuo, a ser disponibilizado pelo Investidor em parcela única, a ser devida na data de assinatura deste Contrato. O valor do Mútuo representa o valor total bruto, sujeito a eventuais retenções de tributos.

2.2. Emprego dos Recursos. Os Sócios acordam que os recursos decorrentes do Mútuo serão utilizados pela Sociedade para o custeio de suas operações e implementação do plano de negócios da Sociedade.

3. Vencimento do Mútuo e Pagamento

3.1. Vencimento. As obrigações decorrentes deste Instrumento serão consideradas integralmente vencidas (“Hipóteses de Vencimento”):

- a) na Data de Vencimento;
- b) caso os Sócios decidam, a qualquer tempo, realizar a transformação da Sociedade em uma sociedade por ações;
- c) em caso de inadimplemento de qualquer das obrigações assumidas pela Sociedade e/ou pelos Sócios neste Contrato, sem prejuízo do Investidor ser indenizado por quaisquer perdas e danos decorrentes da violação dessas obrigações;
- d) em caso de falsidade, incorreção ou insuficiência de qualquer declaração prestada pela Sociedade e/ou pelos Sócios neste Contrato, sem prejuízo do Investidor ser indenizado por quaisquer perdas e danos decorrentes de falsidade, incorreção ou insuficiência de quaisquer dessas declarações; e
- e) na hipótese de um Evento de Liquidez, conforme definido na Cláusula Quarta;

3.1.1. Verificadas quaisquer das Hipóteses de Vencimento, a Sociedade deverá, dentro de 10 (dez) dias contados do recebimento de uma notificação de vencimento pelo Investidor, pagar a totalidade do Mútuo, atualizado pelo IGP M/FGV ou índice que venha a substituí-lo, desde a data de assinatura deste Instrumento até a data de efetivo pagamento (“Pagamento”). Na hipótese de atraso no pagamento de qualquer quantia devida no âmbito do Mútuo, a Sociedade ficará sujeita ao pagamento de (a) juros de mora de 1% (um por cento) ao mês, aplicados sobre o saldo do valor devido em atraso do Mútuo, a cada dia corrido, de forma simples, com base em um mês de 30 (trinta dias) dias, desde a data do vencimento até a data do efetivo pagamento das obrigações em mora; e (b) multa de 5% (cinco por cento) sobre o saldo do valor devido em atraso, a qual será incorporada ao saldo devedor a partir da data do não pagamento de qualquer quantia.

3.2. Vedação a Pagamento Antecipado. Em nenhuma hipótese será admitido o pagamento antecipado do Mútuo pela Sociedade.



3.3. Vencimento em decorrência do término da Sociedade. Na hipótese de (i) pedido de falência ou autofalência, decretação de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, ou, ainda, qualquer procedimento judicial análogo, ou (ii) dissolução e/ou liquidação da Sociedade (um “Evento de Término da Sociedade”) até a Data de Vencimento, a Sociedade deverá realizar o Pagamento ao Investidor, com a maior prioridade permita pela legislação em relação a outros créditos que a Sociedade possa ter na data do Evento de Término da Sociedade. Na hipótese de, imediatamente após o Evento de Término da Sociedade, a Sociedade não tiver ativos suficientes para realizar o Pagamento, a totalidade dos ativos restantes da Sociedade deverão ser liquidados para pagamento ao Investidor, antes de qualquer distribuição aos Sócios.

4. Direito de Conversão do Mútuo na Ausência de um Evento de Liquidez

4.1. Conversão em Participação Societária. Alternativamente ao recebimento dos valores do Mútuo e a único e exclusivo critério do Investidor, as Partes acordam que, na ocorrência de quaisquer das Hipóteses de Vencimento, os Investidores terão o direito, mas não a obrigação, de, a seu exclusivo critério, converter o valor integral do Mútuo em participação societária na Sociedade, equivalente ao Percentual de Referência do capital social da Sociedade (“Conversão do Mútuo” ou simplesmente “Conversão”). O percentual previsto acima não será aplicável em caso de Conversão do Mútuo em decorrência de em Evento Liquidez, hipótese em que as disposições da Cláusula Quinta serão aplicáveis.

4.1.1. Antes da realização da Conversão do Mútuo pelo Investidor, a entrada de novos investidores na Sociedade ou qualquer outro investimento na Sociedade a ser realizado pelos próprios Sócios, por meio de aumento de capital na Sociedade e/ou por meio de adiantamentos para futuro aumento de capital, mútuos conversíveis em participação societária, contratos de participação em investimento-anjo, opções de compra, bônus de subscrição ou instrumentos análogos, não deverá, em hipótese alguma, reduzir o Percentual de Referência a que o Investidor possui direito caso opte pela Conversão, salvo na hipótese desses investimentos constituírem um Evento de Liquidez, na forma da Cláusula Quinta.

4.2. Obrigação Alternativa. As Partes reconhecem e declaram, para todos os fins de direito, que a escolha entre receber o pagamento do Mútuo e realizar a Conversão do Mútuo consubstancia-se em obrigação alternativa de escolha a único e exclusivo critério do Investidor, na forma dos artigos 252 e seguintes do Código Civil.

5. Vencimento Antecipado decorrente de Evento de Liquidez

5.1. Evento de Liquidez. Para os fins deste Contrato, será considerado um “Evento de Liquidez”:

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

5.2. Critérios de cálculo de participação. Em caso de Conversão por conta de um Evento de Liquidez, a representatividade do Mútuo no capital social da Sociedade será estabelecida pelas Partes com base na verificação, ou não, de uma Proposta Firme de Terceiro, em conformidade com os critérios e definições expostos nesta Cláusula.



5.3. Definições. Para fins deste Contrato:

- a) “Proposta Firme de Terceiro” significa uma oferta firme, vinculante, irrevogável e não condicionada, objetivando um Evento de Liquidez, contendo o número de quotas ou ações objeto da proposta (caso aplicável), preço e condições de pagamento oferecidos;
- b) “Terceiro” significa toda e qualquer pessoa física ou jurídica, inclusive sociedade, de qualquer tipo e/ou formato societário, associação, truste, fundo de investimento, sociedade em conta de participação, condomínio e/ou qualquer outra forma de organização não personificada e qualquer outra entidade de qualquer natureza, pública ou privada, nacional ou estrangeira (“Pessoa”) que não sejam as Partes, suas partes relacionadas;
- c) “Valor de Empresa” significa o valor atribuído à totalidade das quotas ou ações da Sociedade, após descontada a Dívida Líquida da Sociedade. No contexto de uma Proposta Firme de Terceiro, o Valor de Empresa será, ainda, integrado pelo montante do investimento proposto pelo Terceiro envolvido, caso aplicável;
- d) “Dívida Líquida” significa o valor de empréstimos e financiamentos, mais valor de contas a pagar já vencidas, mais valor de outras obrigações sujeitas a pagamento de juros, mais valor de dívidas fiscais e tributárias de longo prazo; menos caixa e valor de disponibilidades e aplicações financeiras. No cômputo da Dívida Líquida não serão levadas em consideração as provisões para contingências contabilizadas nas respectivas demonstrações financeiras da Sociedade;

5.4. Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro. A Sociedade e os Sócios comprometem-se a notificar o Investidor no prazo de 10 (dez) dias contados do recebimento da Proposta Firme de Terceiro, informando sobre todos os termos e condições da Proposta Firme de Terceiro (“Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro”). A Sociedade e os Sócios obrigam-se, ainda, a dar ciência ao Terceiro interessado, previamente ao recebimento da Proposta Firme de Terceiro, sobre os termos de condições deste Instrumento.

5.5. Opção pelo Pagamento ou Conversão. O direito de Conversão será garantido ao Investidor previamente à realização do Evento de Liquidez, ou à celebração de qualquer instrumento que vincule os Sócios ou a Sociedade à realização de um Evento de Liquidez. No prazo de 30 (trinta) dias contados do recebimento da Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro, o Investidor deverá, necessariamente, optar entre (a) exigir o Pagamento, conforme as disposições da Cláusula Segunda; ou (b) realizar imediatamente a Conversão, necessariamente antes da realização do Evento de Liquidez, observando-se o disposto nesta Cláusula Quinta. Superado o prazo de 30 (trinta) dias sem que tenha havido manifestação do Investidor, a Sociedade deverá realizar o Pagamento, quitando de forma integral as obrigações previstas neste Instrumento em relação ao Investidor e ficando os Sócios e a Sociedade livres para negociar com o Terceiro, nos termos da Proposta Firme de Terceiro.

5.5.1. Em Nenhuma hipótese a negociação com o Terceiro poderá ser consumada antes do decurso do prazo de 30 (trinta) dias previsto nesta Cláusula ou, caso o Investidor opte pela Conversão, antes da conclusão da Conversão. Qualquer Evento de Liquidez em violação a esta Cláusula será considerado nulo e ineficaz para todos os efeitos legais.

5.6. Método de Cálculo. A Conversão em caso de Evento de Liquidez, mediante a capitalização do valor do Mútuo, obedecerá ao método de cálculo do valor das novas quotas ou ações (“Método de Cálculo”) descrito a seguir (“Participação-Alvo”):

- a) A Participação-Alvo será equivalente ao valor do Mútuo dividido pelo Valor de Empresa atribuído à Sociedade pelo Terceiro (“Valuation de Terceiro”), sobre o qual será aplicado o Desconto, da seguinte forma:

$$\text{Participação Alvo} = \frac{\text{Valor do Mútuo}}{\text{Valuation de Terceiro} * (1 - \text{Desconto})}$$

- b) Fica desde já acordado que o Valuation de Terceiro para fins do cálculo da Participação-Alvo será limitado ao *Cap* do *Valuation* para Conversão. O *Cap* do *Valuation* para Conversão será utilizado também para os casos onde o Terceiro que realizar a Proposta Firme de Terceiro não apresentar um Valor de Empresa e tal Valor deva ser determinado pelas Partes.

6. Procedimentos de Conversão

6.1. Transformação em Sociedade Anônima. Caso o Investidor opte pela Conversão do Mútuo na forma das Cláusula Quarta e Quinta supra, os Sócios deverão transformar a Sociedade em sociedade por ações e aprovar a emissão de novas ações ordinárias da Sociedade, que serão subscritas e totalmente integralizadas pelos Investidores mediante a capitalização do Mútuo.

6.2. Notificação de Conversão. Para o exercício de seu direito de Conversão do Mútuo, o Investidor deverá notificar a Sociedade e os Sócios com, pelo menos, 60 (sessenta) dias de antecedência à Data de Vencimento (“Notificação de Conversão”). No prazo de 15 (quinze) dias contados do recebimento da Notificação de Conversão, os Sócios deverão realizar assembleia geral de transformação da Sociedade em sociedade anônima (“Assembleia de Transformação”) e/ou praticar todo e qualquer outro ato necessário para a transformação da Sociedade em sociedade anônima e a subsequente capitalização do valor do Mútuo mediante a emissão das novas ações da Sociedade a serem subscritas pelo Investidor, bem como providenciar o registro das atas respectivas na Junta Comercial competente e sua posterior publicação, na forma da lei.

6.3. Quitação. Em caso de exercício, pelos Investidores, de seu direito de Conversão do Mútuo, a quitação do Mútuo dar-se-á com o regular cumprimento, pelos Sócios, das obrigações tratadas nesta Cláusula. Para fins de clareza, após o tempestivo recebimento da Notificação de Conversão pela Sociedade e pelos Sócios, eventual pagamento do Mútuo pela Sociedade não outorgará quitação à Sociedade ou aos Sócios.

6.4. Renúncia ao Direito de Preferência. Os Sócios desde já renunciaram a todo e qualquer direito de preferência na subscrição de ações de que sejam ou venham a ser titulares por disposição de lei ou regulamento ou a qualquer outro título, anuindo integral e expressamente com a subscrição das novas ações pelos Investidores, conforme prevista no presente Instrumento.

6.5. Assinatura de Documentos e Mandato. As Partes se comprometem e obrigam-se, em caráter irrevogável e irretratável, a firmar quaisquer outros documentos e praticar quaisquer outros atos necessários para formalizar o exercício dos direitos previstos neste Instrumento. Para o cumprimento dos procedimentos previstos na Conversão, cada um dos Sócios e a Sociedade neste ato outorgam ao Investidor, de forma irrevogável e irretratável, nos termos do artigo 685 do Código Civil, mandato em causa própria, com amplos poderes para que o Investidor possa, em nome da Sociedade e dos Sócios, praticar todos os atos e firmar todos os instrumentos que sejam ou se tornem necessários para a transformação da Sociedade em sociedade anônima e para a subscrição de sua Participação-Alvo.

7. Direitos do Investidor em Rodadas Futuras

5.1. Futuras Rodadas. As Partes reconhecem que nada no presente Instrumento impede que a Sociedade e os Sócios possam buscar novos investidores para a Sociedade, desde que observado o seguinte:

- a) a celebração, pelos Sócios ou pela Sociedade, de quaisquer contratos ou acordos, orais ou escritos, que

tenham por objeto a emissão, alienação ou transferência, a qualquer título, de quotas ou ações da Sociedade, ou a outorga de quaisquer opções de compra, direitos de subscrição ou direitos similares ou, ainda, qualquer forma de transferência de direitos de sócio a terceiros estará condicionada à anuência dos respectivos terceiros aos termos e condições do presente Contrato, de modo que tais terceiros concordem com e ratifiquem, expressamente, o aqui ajustado entre as Partes;

- b) a Sociedade e os Sócios, solidariamente, deverão garantir que futuros sócios da Sociedade irão renunciar, por escrito, a todo e qualquer direito de preferência na subscrição de ações de que sejam ou venham a ser

titulares por disposição de lei ou regulamento ou a qualquer outro título, anuindo integral e expressamente com a subscrição das ações decorrentes da Conversão do Mútuo pelo Investidor, conforme prevista no presente Instrumento; e

- c) salvo em caso de autorização expressa e por escrito do Investidor, nenhum termo, condição ou encargo assumido pela Sociedade e/ou Sócios no contexto de novos investimentos na Sociedade deverão restringir ou impedir o cumprimento das obrigações previstas neste Contrato. Em caso de divergência ou conflito entre o disposto neste Instrumento e em qualquer instrumento particular firmado entre os Sócios e a Sociedade ou, entre os Sócios, a Sociedade e terceiros, o disposto neste Instrumento deverá prevalecer.

8. Disposições Gerais

9.1. Obrigações Adicionais. Os Sócios e a Sociedade obrigam-se também a observar e cumprir todas as obrigações previstas no Anexo I deste Contrato.

9.2. Declarações e Garantias. Os Sócios e a Sociedade declaram e garantem que todas as informações e declarações prestadas neste Contrato e no Anexo II são completas, precisas, corretas, exatas e verdadeiras.

9.3. Obrigação de Indenizar. Sem prejuízo (a) da aplicação das penalidades previstas na legislação cível e penal aplicável, e (b) da adoção de medidas cautelares ou preventivas proferidas por autoridade competente com o fim de restringir ou proibir atos que possam constituir ônus ou prejuízo para qualquer uma das Partes, cada uma das Partes obriga-se e compromete-se a indenizar a outra Parte de todas e quaisquer perdas, condenações, contingências, custos, despesas, multas e penalidades de qualquer natureza que porventura sejam incorridas pela outra Parte em decorrência de qualquer falsidade, omissão ou inexactidão das declarações e garantias prestadas neste Instrumento; ou qualquer infração ou violação a, ou omissão do cumprimento de, qualquer termo, compromisso ou obrigação assumida neste Contrato.

9.4. Pagamento de Tributos. Cada uma das Partes será responsável pela apuração e pagamento dos impostos, taxas ou outros tributos pelos quais, segundo a legislação aplicável, seja responsável tributário.

9.5. Acordo Integral. O presente Instrumento reflete a íntegra dos entendimentos e acordos assumidos entre as Partes em relação ao objeto deste Contrato. Sendo assim, revoga e substitui qualquer entendimento, acordo ou contrato, verbal ou escrito, celebrado anteriormente a assinatura deste Instrumento que se refira ao mesmo objeto aqui disposto, incluindo quaisquer memorandos, *term-sheets* e contratos preliminares.

9.6. Confidencialidade. Cada uma das Partes compromete-se a manter em sigilo de todas as informações oriundas do objeto deste Contrato, bem como a própria existência deste, sob pena de rescisão imediata deste Instrumento, sem prejuízo da cobrança das perdas e danos a que der causa.

9.7. Alteração. O presente Instrumento somente poderá ser validamente alterado, modificado ou aditado por manifestação expressa, mediante instrumento escrito devidamente assinado pelas Partes.

9.8. Autonomia das Disposições. A invalidade parcial deste Instrumento não a afetará na parte considerada válida, desde que as obrigações sejam desmembráveis entre si. Ocorrendo o disposto nesta cláusula, as Partes desde já se comprometem a negociar, no menor prazo possível, em substituição à cláusula invalidada, a inclusão de termos e condições válidos que reflitam os termos e condições da cláusula invalidada, observados a intenção e objetivo das Partes quando da negociação da cláusula invalidada e o contexto em que se insere.

9.9. Notificações. Todas as notificações, consentimentos, solicitações e outras comunicações previstas neste Instrumento serão realizadas por escrito, e deverão ser entregues pessoalmente, por carta ou por e-mail, em qualquer hipótese, com comprovante de recebimento, nos endereços e para as pessoas indicadas no preâmbulo deste Instrumento, ou conforme de outra forma especificado por uma Parte à outra, por escrito. Qualquer Parte poderá mudar o endereço para o qual a notificação deverá ser enviada, mediante notificação prévia escrita às demais Partes.

9.10. Efeito Vinculante. O presente Instrumento vincula as Partes e seus sucessores a qualquer título, em caráter irrevogável e irretratável, ao fiel cumprimento deste Instrumento.

9.11. Tolerância e Renúncia. A tolerância de qualquer das Partes com relação à exigência do regular e tempestivo cumprimento das obrigações de outra Parte não constituirá desistência, alteração, modificação, ou novação de quaisquer dos direitos ou obrigações estabelecidas por meio deste Instrumento, constituindo mera liberdade, que não impedirá a Parte tolerante de exigir da outra o fiel e cabal cumprimento deste Instrumento, a qualquer tempo.

Nenhuma renúncia a exercício de direito assegurado neste Instrumento será válida, exceto se formalizada por escrito pela Parte renunciante.

9.12. Cessão. Nenhuma das Partes poderá ceder este Instrumento, no todo ou em parte, sem o consentimento escrito e prévio das outras Partes.

9.13. Execução Específica. Sem prejuízo de outros recursos detidos pelas Partes, todas as disposições e obrigações assumidas neste Contrato são passíveis de execução específica, nos termos do Código de Processo Civil, sem prejuízo de eventuais perdas e danos para satisfação adequada do direito das Partes.

9.14. Anexos. Todos os Anexos mencionados neste Contrato são parte integrante ao presente Contrato, para todos os efeitos de direito. Na hipótese de divergências entre as disposições contidas nos Anexos e no presente Instrumento, as disposições do Contrato deverão prevalecer.

9.15. Foro. Fica eleito o Foro da Comarca da sede da Sociedade como o único competente, renunciando-se a todos os outros, por mais especiais ou privilegiados que sejam.

E por estarem assim, justas e contratadas, assinam as Partes o presente Instrumento em 3 (três) vias, de um só teor, juntamente com as 2 (duas) testemunhas abaixo.

Investidor:

Sociedade:

Sócios:

Testemunhas:

ANEXO I OBRIGAÇÕES ADICIONAIS

[No contexto de um investimento em fase inicial, é comum que investidores e empreendedores acordem em assumir obrigações contratuais adicionais, não necessariamente vinculadas com o escopo principal do investimento. Essas obrigações variam muito de investimento para investimento, mas podem incluir questões como não-concorrência, vedação à redução de capital, regras para apresentação de relatórios, direito de preferência, entre outros temas. Em alguns casos, é comum, inclusive, prever a execução de um acordo de sócios, que será vigente logo após a conversão do investimento. Por se tratar de obrigações extremamente vinculadas ao caso concreto, recomendamos que os interessados em utilizar estruturas semelhantes a essas em seus investimentos procurem a assessoria e aconselhamento de advogados. De qualquer forma, os Documentos Modelo e o Guia de Investimento da Anjos do Brasil trazem importantes definições e modelos de cláusula que podem servir como referência.]

ANEXO II DECLARAÇÕES E GARANTIAS

[As cláusulas de declarações e garantias são bastante comuns em contratos de investimento, aquisição de empresas e fusões, e seu objetivo é apresentar uma “fotografia” da situação jurídica da empresa na data de assinatura do contrato. A ideia é que os empreendedores possam declarar e garantir aos investidores, sob pena de violação contratual e aplicação das regras de vício redibitório previstas no Código Civil, que a empresa está em condições jurídicas regulares e não há nenhuma contingência ou potencial contingência que possa impactar no valor da empresa e na decisão do investimento. Típicas cláusulas de declarações e garantias incluem: regularidade fiscal, ausência de passivos trabalhistas, titularidade da propriedade intelectual, ausência de processos judiciais contra a sociedade e/ou contra os sócios, entre outras disposições (o Guia da Anjos do Brasil também traz exemplos interessantes). Um aspecto importante nessas cláusulas é que, caso haja alguma contingência ou potencial contingência que possa afetar as declarações e garantias, é comum que os sócios apresentem uma exceção à declaração apresentada, com o objetivo de (i) evitar qualquer falsidade que possa levar a penalidades contratuais, e (ii) ser transparente com os investidores em relação às possíveis contingências. Por este motivo, recomenda-se que as cláusulas de declarações e garantias sejam cuidadosamente analisadas pelos empreendedores juntos a um advogado de confiança.]

ANEXO 3 - MISTO

CONTRATO DE MÚTUO PARA INVESTIMENTO SIMPLIFICADO COM TERMOS OTIMIZADOS (MISTO) E OUTRAS CONVENÇÕES

ESTE CONTRATO DE MÚTUO PARA INVESTIMENTO SIMPLIFICADO COM TERMOS OTIMIZADOS (MISTO) E OUTRAS CONVENÇÕES (“Contrato”) é celebrado em [_ de _____ de 20__], por e entre [*INSERIR O NOME DA EMPRESA*], [*sociedade limitada / sociedade anônima*] devidamente constituída e existente de acordo com as leis do Brasil, inscrita no CNPJ sob o nº [_____], neste ato representada de acordo com os seus atos constitutivos (“**Empresa**”) e [*INSERIR NOME DO INVESTIDOR*], [[devidamente constituída e existente de acordo com as leis de [_____], neste ato representada de acordo com os seus atos constitutivos] / **ou** / [*INSERIR NACIONALIDADE*], portador de [*INSERIR NOME DO DOCUMENTO DE IDENTIDADE*] nº [_____]¹⁰ (“**Mutuante**” ou “**Investidor**” e, em conjunto com Empresa, “**Partes**”). Sujeito aos termos e condições deste Contrato, o Investidor concorda em emprestar à Empresa (“**Mútu**o”), em até [_____] dias após a data de assinatura deste Contrato, o valor de R\$[_____] (“**Valor do Mútu**o”). Caso o Investidor não realize o pagamento até a data estabelecida, este Contrato poderá ser rescindido pela Empresa a qualquer momento mediante envio de notificação por escrito ao Mutuante.

Este Mútu

Para fins deste Contrato, “**Taxa de Desconto**” significa [100 menos desconto]%. Os termos com letras iniciais maiúsculas não definidos de outra forma neste Contrato terão os significados a eles atribuídos na Cláusula 3 abaixo.

1. Conversão; Evento de Liquidez; Evento de Dissolução; Preferência na Liquidação.

1.1 Conversão.

(a) Rodada de Captação (Equity). Caso ocorra uma Rodada de Captação (*Equity*) antes do término deste Contrato, este Mútu

¹⁰ Nota à Minuta: Se o Mutuante for uma pessoa jurídica, usar a primeira redação entre colchetes, caso contrário, usar a segunda redação entre colchetes.

¹¹ Nota à Minuta: Considerar incluir um vencimento a longo prazo (i.e., 5-10 anos).

¹² Nota à Minuta: Incluir caso desejem fazer uma extensão automática da data de maturidade

limitadas para o Investidor.

(b) Conversão por Vencimento. Se uma Rodada de Captação (*Equity*) não tiver ocorrido até a Data de Vencimento, este Mútuo poderá ser convertido, por opção do Investidor, em Ações Ordinárias da Empresa. O número de ações a serem emitidas mediante tal conversão será igual ao quociente obtido pela divisão do Valor do Mútuo pelo Preço de Liquidez.

1.2 Evento de Liquidez. Se houver um Evento de Liquidez antes do término deste Contrato, o Investidor terá automaticamente o direito (sujeito à preferência na liquidação estabelecida na Cláusula 1.4 abaixo) a receber uma parcela dos Recursos, devida ao Investidor imediatamente antes de, ou concomitantemente com, a consumação de tal Evento de Liquidez, equivalente a, a critério do Investidor: (i) o Valor do Mútuo ou (ii) o valor exigível sobre o número de Ações Ordinárias equivalente ao Valor do Mútuo dividido pelo Preço de Liquidez. Se qualquer um dos detentores de títulos da Empresa puder escolher a forma e o valor dos Recursos a serem recebidos em um Evento de Liquidez, o Investidor terá a mesma prerrogativa, *ressalvado* que o Investidor não poderá escolher receber uma forma de contraprestação que o Investidor não possa receber em decorrência da falha do Investidor em satisfazer qualquer exigência ou limitação geralmente aplicável aos detentores de títulos da Empresa, ou sob quaisquer leis aplicáveis.

1.3 Evento de Dissolução. Se houver um Evento de Dissolução antes do término deste Contrato, o Investidor terá automaticamente o direito (sujeito à preferência na liquidação estabelecida na Cláusula 1.4 abaixo) de receber uma parcela dos Recursos equivalente ao Valor do Mútuo, que será devido ao Investidor, imediatamente antes da consumação do Evento de Dissolução.

1.4 Preferência na Liquidação. Em um Evento de Liquidez ou Evento de Dissolução, este Mútuo deverá ter a mesma preferência na liquidação que outras dívidas quirografárias (sem garantia) da Empresa. O direito do Investidor de receber seu Valor do Mútuo deverá (a) estar em pé de igualdade com os pagamentos de outras dívidas quirografárias (sem garantia) e créditos, incluindo créditos contratuais e mútuos ou notas promissórias conversíveis (na medida em que tais notas promissórias e mútuos conversíveis não possam ser convertidos em Capital Social), e (b) ter preferência em seu pagamento em relação a pagamentos devidos a titulares de Capital Social.

2. Rescisão. Este Contrato será automaticamente rescindido (sem eximir a Empresa de quaisquer obrigações decorrentes de uma violação ou descumprimento anterior deste Contrato) imediatamente após o que ocorrer primeiro entre: (a) a emissão de ações representativas do Capital Social ao Investidor de acordo com a conversão automática deste Mútuo nos termos da Cláusula 1.1(a); (b) a emissão de ações representativas do Capital Social ao Investidor de acordo com a conversão deste Mútuo nos termos da Cláusula 1.1(b); (c) o pagamento, a antecipação de pagamento ou a reserva para pagamento de valores devidos ao Investidor nos termos das Cláusulas 1.2, 1.3 ou 4.

3. Termos Definidos.

(a) “**Capital Social**” significa o capital social da Empresa, incluindo, entre outros, as “**Ações Ordinárias**” e as “**Ações Preferenciais**.” Neste Contrato, os termos “ações,” “Capital Social,” “Ações Ordinárias” e “Ações Preferenciais” deverão ser interpretados de modo que inclua quotas emitidas por uma sociedade limitada ou ações emitidas por uma sociedade anônima, ou ações ou títulos patrimoniais equivalentes emitidos por uma Holding.

(b) “**Alteração de Controle**” significa (i) uma transação ou uma série de transações relacionadas em que qualquer "pessoa" ou "grupo" se torne o "beneficiário final", direta ou indiretamente, de mais de 50% (cinquenta por cento) dos títulos com direito a voto da Empresa, tendo a maioria dos votos nas deliberações das assembleias gerais e o poder de eleger a maioria dos diretores da Empresa e, se aplicável,

do conselho de administração ou dos administradores, (ii) qualquer reestruturação, incorporação ou fusão da Empresa, que não seja uma transação ou uma série de transações relacionadas em que os detentores dos títulos com direito a voto emitidas pela Empresa imediatamente antes de tal transação ou série de transações relacionadas retenham, imediatamente após tal transação ou série de transações relacionadas, a maioria do poder de voto representado pelos valores mobiliários com direito a voto emitidas pela Empresa ou pela entidade resultante, ou (iii) uma venda, arrendamento ou outra alienação de todos ou substancialmente todos os ativos da Empresa; *ressalvado*, contudo, que uma transação não constituirá uma Alteração de Controle se (x) tal transação constituir uma transação de financiamento de capital de boa-fé (*bona fide equity financing transaction*) ou (y) tal transação tiver como único objetivo criar uma Holding (conforme definido abaixo).

(c) “**Preço Com Desconto**” significa o menor preço por ação de Ações Preferenciais Padrão vendidas a investidores que estejam investindo novos recursos na Empresa no âmbito de uma Rodada de Captação (*Equity*) multiplicado pela Taxa de Desconto.

(d) “**Evento de Dissolução**” significa (i) o encerramento voluntário das operações da Empresa, (ii) a cessão de todo o Capital Social ou de praticamente todos os ativos da Empresa em benefício de credores da Empresa, ou (iii) qualquer outra forma de liquidação, dissolução ou encerramento da Empresa, voluntária ou não, (**excluindo** Eventos de Liquidez).

(e) “**Valor de Dividendos**” significa, em relação a qualquer data em que a Empresa pagar dividendos sobre as Ações Ordinárias, o valor de tal dividendo pago por Ação Ordinária, multiplicado pelo (x) Valor do Mútuo, dividido pelo (y) Preço de Liquidez (tratando a data do dividendo como um Evento de Liquidez apenas para efeitos de cálculo desse Preço de Liquidez).

(f) “**Rodada de Captação (Equity)**” significa uma operação ou série de operações realizadas de boa-fé com o objetivo principal de captação de recursos quando, então, a Empresa ou a Holding emite e vende Ações Preferenciais a um preço de avaliação fixo, inclusive, sem limitação, a um valor de avaliação pré-investimento ou pós-investimento (*pre-money* ou *post-money valuation*).

(g) “**Oferta Pública Inicial**” significa o fechamento de uma transação com uma ou mais instituições financeiras para uma oferta pública inicial subscrita de ações (*underwritten IPO*) da Empresa (ou de qualquer pessoa jurídica que suceda a Empresa) ou de certificados de depósito de ações, em qualquer jurisdição.

(h) “**Evento de Liquidez**” significa a Alteração de Controle ou uma Oferta Pública Inicial.

(i) “**Preço de Liquidez**” significa (1) o preço por ação equivalente ao valor justo de mercado (*fair market value*) de Ações Ordinárias na data do Evento de Liquidez ou Data de Vencimento, conforme aplicável, tendo como referência o preço de compra a ser pago no âmbito do Evento de Liquidez, ou, no caso de determinação na Data do Vencimento, conforme determinado à época (i) pelas Partes por mútuo acordo ou (ii) por um terceiro avaliador independente contratado pela Empresa que tenha as qualificações necessárias para realizar tal avaliação, multiplicado pela (2) Taxa de Desconto.

(j) “**Ações Preferencias Convertidas do Mútuo**” significa as Ações Preferenciais emitidas em favor do Investidor no âmbito de uma Rodada de Captação (*Equity*), com os mesmos direitos, privilégios, preferências, prioridades, múltiplo de liquidez e restrições que as Ações Preferenciais Padrão, exceto que quaisquer preferencias com base em preço (tais como o valor de liquidação por ação, o preço de conversão inicial, o valor de dividendos por ação) serão baseados no Preço Com Desconto.

(k) “**Recursos**” significa dinheiro e demais ativos (incluindo, sem limitação, pagamento em ações)

resultantes do Evento de Liquidez ou do Evento de Dissolução, conforme aplicável, e legalmente disponíveis para distribuição.

(l) “**Ações Preferenciais Padrão**” significa as Ações Preferenciais emitidas para os investidores que investem novo capital na Empresa no âmbito do fechamento inicial de uma Rodada de Captação (*Equity*).

4. Pagamentos. Todos os pagamentos devem ser feitos em moeda corrente nacional (Reais) na sede da Empresa, ou em outro local que o Investidor vier a informar à Empresa, de tempos em tempos, por escrito. O pagamento antecipado do Valor do Mútuo somente poderá ser realizado mediante consentimento por escrito (i) do Investidor ou (ii) da Maioria dos Investidores Então Existentes (conforme definido abaixo) com a mesma “Taxa de Desconto”, nos termos da Cláusula 8.1 deste Contrato. A Empresa neste ato renuncia a qualquer exigência, notificação, apresentação, protesto e aviso de descumprimento.

5. Declarações e Garantias da Empresa. Com relação às operações aqui previstas, a Empresa neste ato declara e garante ao Investidor que:

5.1 A Empresa está devidamente constituída e validamente existente e encontra-se em situação regular, de acordo com as leis da República Federativa do Brasil e possui todos os poderes e autoridade societários necessários para conduzir seus negócios, na forma como são atualmente conduzidos.

5.2 A celebração, entrega e cumprimento deste Contrato pela Empresa está dentro dos poderes atribuídos à Empresa e foram devidamente autorizados no âmbito da Empresa (sujeito às disposições da Cláusula 5.4). Este Contrato constitui uma obrigação legal, válida e vinculante da Empresa, exequível contra a Empresa de acordo com seus termos, exceto conforme limitado por falência, insolvência ou outras leis de aplicação geral relacionadas ou que afetem a execução dos direitos dos credores em geral e os princípios gerais de equidade. Até onde é de seu conhecimento, a Empresa não está violando (a) seus documentos de constituição e governança atualmente em vigor, (b) nenhuma lei, norma ou regulamento relevante aplicável à Empresa, ou (c) nenhuma dívida ou contrato relevante que tenha a Empresa como ou ao qual a Empresa esteja vinculada, quando, em cada caso, tal violação ou inadimplência, individualmente ou em conjunto com todas tais violações ou inadimplências, possa ter efeito adverso relevante sobre a Empresa.

5.3 A execução e consumação das transações contempladas por este Contrato: (a) não violam nem violarão nenhuma decisão relevante, estatuto, norma ou regulamento aplicável à Empresa; (b) não resultam nem resultarão no vencimento antecipado de qualquer dívida ou contrato relevante do qual a Empresa seja parte ou pelo qual esteja vinculada; ou (c) não resultam nem resultarão na criação ou imposição de ônus sobre qualquer propriedade, ativo ou receita da Empresa ou na suspensão, caducidade ou não renovação de qualquer autorização, licença ou autorização relevante aplicável à Empresa, seus negócios ou operações.

5.4 Nenhum consentimento ou aprovação são necessários para o cumprimento deste Contrato, exceto: (a) as aprovações societárias da Empresa; (b) qualificações ou arquivamentos no âmbito das leis de valores mobiliários aplicáveis; e (c) as aprovações societárias necessárias à aprovação do Capital Social a ser emitido nos termos da Cláusula 1.1.

5.5 Até onde é de seu conhecimento, a Empresa é proprietária de ou possui (ou pode obter em termos comercialmente razoáveis) direitos legais suficientes sobre todas as patentes, marcas registradas, marcas de serviço, nomes comerciais, direitos autorais, segredos comerciais, licenças, informações, processos e demais direitos de propriedade intelectual necessários para seus negócios da forma como são atualmente conduzidos e conforme proposta atual de condução, sem qualquer conflito ou violação dos direitos de terceiros.

6. Declarações e Garantias do Investidor. Com relação às operações aqui previstas, o Investidor neste ato declara e garante à Empresa que:

6.1 O Investidor, se não for uma pessoa física, está devidamente constituído, validamente existente e em situação regular de acordo com as leis da jurisdição de sua constituição. O Investidor possui total capacidade legal e plenos poderes e competência para celebrar e formalizar este Contrato e cumprir suas obrigações nele previstas. Este Contrato constitui uma obrigação válida e vinculativa do Investidor, exequível de acordo com os seus termos, exceto conforme limitada por leis aplicáveis à falência, insolvência ou outras leis de aplicação geral relacionadas com ou que afetem a execução dos direitos de credores em geral e observados, ainda, os princípios gerais de equidade.

6.2 O Investidor possui conhecimento e experiência em assuntos financeiros e comerciais e, assim sendo, capacidade para avaliar os méritos e riscos relativos à celebração deste Contrato, tendo condições de suportar uma perda integral no âmbito da celebração deste Contrato sem comprometer sua situação financeira e, ainda, tem condições de suportar o risco econômico decorrente da celebração deste Contrato por um período tempo indeterminado.

7. Consentimento para Reestruturação Societária.

7.1 Não obstante qualquer disposição em contrário aqui contida, o Investidor neste ato reconhece e concorda que a Empresa poderá ceder este Contrato, sem o consentimento do Investidor, no âmbito de uma reestruturação societária para alterar o domicílio ou o tipo societário da Empresa, ou se a Empresa se tornar uma subsidiária integral, direta ou indireta, de outra entidade (sendo tal entidade denominada “ **Holding** ” e, o processo de reestruturação societária, denominado “ **Flip** ”) e, posteriormente, este Contrato será conversível em ações equivalentes do Capital Social a serem emitidas pela Holding.

7.2 O Investidor reconhece e concorda que (i) a conversão deste Mútuo em ações representativas do Capital Social e/ou a consumação do Flip poderá exigir (a) a celebração pelo Investidor de determinados contratos relacionados com a emissão de ações representativas do Capital Social pela Empresa e/ou (b) a cessão de direitos e obrigações pelo Investidor à Holding em troca do recebimento de ações do Capital Social da Holding ou um Instrumento Conversível emitido pela Holding, (ii) se assim solicitado pela Empresa em relação ao Flip, o Investidor tomará todas as medidas necessárias para substituir, modificar ou alterar este Contrato, conforme razoavelmente solicitado pela Empresa no sentido de refletir os termos e condições usuais de um instrumento de natureza semelhante na jurisdição da Holding; *fica ressalvado, contudo*, que os termos econômicos deste Contrato (incluindo o “Valor do Mútuo” e a “Taxa de Desconto”) não serão modificados ou alterados, e (iii) em relação ao Flip, todos os valores expressos em Reais neste Contrato serão convertidos em Dólares Norte-Americanos à taxa de câmbio equivalente à média da taxa de compra e venda do Dólar Norte-Americano PTAX divulgada pelo Banco Central do Brasil na [data deste Contrato][data da consumação do Flip] e, se não disponível em tal data, no dia útil imediatamente anterior.

8. Disposições Gerais.

8.1 Acordo Integral; Alterações e Renúncia. Qualquer disposição deste Contrato poderá ser alterada, renunciada ou modificada mediante consentimento por escrito da Empresa e (i) do Investidor ou (ii) Maioria dos Investidores Então Existentes com a mesma Taxa de Desconto, de acordo com este Contrato; *fica ressalvado, contudo*, que com relação ao item (ii): (y) o Valor do Mútuo não poderá ser alterado, renunciado ou modificado dessa forma, (x) o consentimento do Investidor e de cada mutuante dos Mútuos deverá ser solicitado (mesmo que não seja obtido), e (z) tal alteração, renúncia ou modificação tratará todos esses mutuantes da mesma forma. “Maioria dos Investidores Então Existentes” significa mutuante(s) de determinado grupo de mútuos conversíveis cujo(s) mútuo(s) têm um montante total

superior a 50% (cinquenta por cento) do montante total de tal grupo de mútuos conversíveis.

8.2 Notificações. As notificações exigidas ou permitidas por força deste Contrato serão consideradas suficientes quando entregues pessoalmente ou por serviço de entrega expressa (com aviso de recebimento) ou enviadas por e-mail (com aviso de recebimento) para o respectivo endereço indicado na página de assinaturas, ou 48 (quarenta e oito) horas após terem sido postadas no correio na forma de carta protocolada ou registrada, com porte pago, endereçadas à parte a ser notificada em seu endereço indicado na página de assinaturas, conforme posteriormente modificado mediante notificação por escrito.

8.3 Ausência de Direitos de Voto. O Investidor não tem, como uma parte deste Contrato, o direito de votar ou de ser considerado titular de valores mobiliários representativos de Capital Social para qualquer fim, nem qualquer disposição deste Contrato será interpretada de forma a conferir ao Investidor, atuando como tal, quaisquer direitos de acionista da Empresa ou direitos de voto na eleição de conselheiros, administradores ou diretores, ou em matérias apresentadas aos acionistas da Empresa, ou o direito de outorgar ou negar consentimento com relação a qualquer ato societário ou de receber notificação de reuniões, até que as ações da Empresa tenham sido emitidas para o Investidor nos termos do Contrato. Entretanto, se a Empresa pagar dividendo sobre Ações Ordinárias (que não seja pagável em Ações Ordinárias) enquanto este Mútuo estiver em aberto, a Empresa pagará o valor equivalente ao Valor de Dividendos ao Investidor na mesma data.

8.4 Sucessores e Cessionários. Salvo disposição em contrário contida neste instrumento, os termos e condições deste Contrato vincularão e reverterão em benefício dos respectivos sucessores e cessionários das partes; *fica ressalvado, contudo*, que uma parte não poderá ceder seus direitos ou obrigações nos termos deste Contrato sem o consentimento por escrito da outra parte; *ressalvando-se* ainda que este Contrato e/ou os direitos ou obrigações nele previstos poderão ser cedidos, sem o consentimento da Empresa, pelo Investidor (i) ao espólio, aos herdeiros, testamentários, inventariantes, tutores e/ou sucessores do Investidor em caso de morte ou invalidez do Investidor, no caso de o Investidor ser uma pessoa física ou (ii) a qualquer outra entidade que, direta ou indiretamente, controle o Investidor, seja por ele controlada ou esteja sob controle comum com o Investidor, incluindo, sem limitação, qualquer gestor (*general partner, managing member* ou equivalente), diretor ou conselheiro do Investidor, ou qualquer fundo de investimento ora ou doravante existente que seja controlado por um ou mais gestores (*general partners* ou equivalentes) ou sócios-gerentes (*managing members* ou equivalentes) do Investidor, ou que compartilhe a mesma gestora com o Investidor.

8.5 Independência das Disposições. Se uma ou mais disposições deste Contrato forem consideradas inexecutáveis nos termos da legislação aplicável, a disposição em questão será excluída deste Contrato e as disposições remanescentes aqui contidas serão interpretadas como se tal disposição tivesse sido excluída, sendo executáveis de acordo com seus termos.

8.6 Lei de Regência. Este Contrato será regido e interpretado de acordo com as leis da República Federativa do Brasil. As Partes elegem o foro da cidade de [São Paulo], Estado de [São Paulo], para dirimir quaisquer disputas ou controvérsias decorrentes deste Contrato ou a ele relacionadas, excluído qualquer outro, por mais privilegiado que seja.

8.7 Tratamento Fiscal. As partes reconhecem e concordam que, para fins de imposto de renda federal e estadual brasileiro, este Contrato é e sempre foi destinado a ser caracterizado como “dívida”. Dessa forma, as partes concordam em tratar este Contrato de forma consistente com a intenção acima para todos os fins de imposto de renda federal e estadual brasileiro (incluindo, sem limitação, em suas respectivas declarações de imposto de renda ou outras declarações informativas).

8.8 Confidencialidade. As Partes obrigam-se a manter e obrigam-se a fazer com que seus representantes

e assessores, mantenham, em caráter de confidencialidade, todos e quaisquer documentos e informações acerca das Partes e/ou deste Contrato, inclusive, sem limitação, informações acerca da estratégia comercial ou financeira e demais matérias atinentes aos negócios da Empresa e suas subsidiárias (as “Informações Confidenciais”), exceto na medida em que se comprove que tais informações (i) são de domínio público; ou (ii) foram subsequentemente adquiridas licitamente por uma Parte por meio de outras fontes, sem qualquer violação de Lei ou obrigação de confidencialidade. As Informações Confidenciais só poderão ser divulgadas se houver obrigação de divulgar referidas Informações Confidenciais por força de Lei, ordem ou decreto definitivo emanado de autoridade governamental ou em decorrência de ato judicial ou administrativo definitivo, obrigando-se as Partes a promover as medidas legais cabíveis para evitar a necessidade de divulgar.

8.9 Assinatura Eletrônica. Cada uma das partes contratantes reconhece e concorda que (i) este Contrato poderá ser celebrado em formato digital por meio da plataforma indicada nas páginas de assinatura deste instrumento (por exemplo, DocuSign, ClickSign, D4sign, Adobe Sign, Contraktor, entre outros), a qual é capaz de comprovar a autoria e a integridade deste Contrato e de produzir efeitos jurídicos plenos e completos, como se fosse um contrato físico, e (ii) todas as assinaturas apostas neste Contrato em formato digital nos termos deste instrumento, mesmo que por outros meios que não por certificados digitais emitidos pela ICP-Brasil (Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira), são plenamente válidas, exequíveis e suficientes para fins de autoria, integridade, existência e validade deste Contrato.

8.10 Modelo inalterado. Este MISTO é um dos modelos de documento disponíveis em misto.latitud.com e tanto a Empresa e o Investidor declaram e garantem que nenhuma das Partes modificou o modelo disponibilizado, exceto para preencher os campos e os termos entre colchetes.

E, por estarem assim justos e contratados, os signatários celebram e formalizam este Contrato.

EMPRESA

[NOME]

P.: _____

Nome:

Cargo:

Endereço:

E-mail:

INVESTIDOR

[NOME]

P.: _____

Nome:

Cargo:

Endereço:

E-mail:

TESTEMUNHAS

P.: _____

Nome:

R.G. ou CPF:

P.: _____

Nome:

R.G. ou CPF: