



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
DEPARTAMENTO DE DIREITO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Luíza Stahelin Pavei

**Mecanismos contratuais de contenção e compartilhamento de riscos em  
investimentos em startups no Brasil**

Florianópolis  
2023

Luíza Stahelin Pavei

**Mecanismos contratuais de contenção e compartilhamento de riscos em  
investimentos em startups no Brasil**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Direito do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharela em Direito.

Orientador: Prof.Orlando Celso da Silva Neto, Dr.

Florianópolis  
2023

Pavei, Luíza Stahelin  
Mecanismos contratuais de contenção e  
compartilhamento de riscos em investimentos em  
startups no Brasil / Luíza Stahelin Pavei ; orientador,  
Orlando Celso da Silva Neto, 2023.  
101 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de  
Ciências Jurídicas, Graduação em Direito,  
Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Startups. 3. Contratos. 4. Captação  
de Investimentos. 5. Venture Capital. I. Silva Neto,  
Orlando Celso da. II. Universidade Federal de Santa  
Catarina. Graduação em Direito. III. Título.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os mecanismos contratuais de contenção e compartilhamento dos riscos envolvidos nas operações de investimento em startups. Para isso, a análise foi construída a partir de pesquisa bibliográfica acerca do ecossistema de investimento em startups, a fim de compreender o contexto no qual se configuram as relações entre investidor e empresa investida e ainda as principais práticas do mercado. Num segundo momento, destacou-se os riscos envolvidos nos investimentos em startups, o que incluiu os estudos desenvolvidos pela Teoria da Agência. Tendo isso em vista, analisou-se o contrato como instrumento para gestão de riscos, do qual se seguiu a apresentação dos principais mecanismos contratuais utilizados nessa modalidade de contratação. Por fim, buscou-se verificar as perspectivas do mercado no que se refere aos modelos contratuais e as cláusulas inseridas, analisando as mudanças propostas e a possibilidade de aceitação dessas inovações contratuais. Dessa forma, objetiva-se a verificação de possíveis adequações e flexibilizações no que se refere aos contratos de investimento em startups, a fim de que representem equilíbrio na relação e o compartilhamento dos riscos.

**Palavras-chave:** Startups; Contratos; Captação de Investimentos.

## **ABSTRACT**

This project aims to analyze the contractual mechanisms for containing and sharing the risks involved in startups fundraising. To this end, the analysis was developed based on bibliographical research into the startup investment ecosystem, in order to understand the context in which the relationship between investor and investee is configured, as well as the main market practices. Secondly, the risks involved in investing in startups were highlighted, including the studies developed by Theory of the Firm. With this in mind, the contract was analyzed as an instrument for risk management, followed by the presentation of the main contractual mechanisms used in this type of contracting. Ultimately, it verifies the market perspectives regarding contractual models and the clauses inserted, analyzing the proposed changes and the possibility of acceptance of these contractual innovations. In this way, the aim is to verify possible adjustments and flexibilities regarding startup investment contracts, so that they represent balance in the relationship and sharing of risks.

**Keywords:** Startups; Contracts; Fundraising.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>7</b>
<b>2 O ECOSISTEMA DE INVESTIMENTO EM STARTUPS NO BRASIL: RELAÇÃO STARTUP E INVESTIDOR</b>	<b>10</b>
2.1 A STARTUP	10
2.2 O INVESTIDOR	12
2.3 O CICLO DE VIDA DA STARTUP E OS ESTÁGIOS DE CAPTAÇÃO	13
2.4 ESPÉCIES DE INVESTIDORES	15
<b>2.4.1 FFF - Friends, Family and Fools</b>	<b>15</b>
<b>2.4.2 Investidor-Anjo</b>	<b>16</b>
<b>2.4.3 Fundos de investimento</b>	<b>17</b>
<b>2.4.4 Corporate Venture Capital</b>	<b>18</b>
<b>2.4.5 Crowdfunding de investimento</b>	<b>18</b>
2.5 MODALIDADES CONTRATUAIS PARA INVESTIMENTO EM STARTUP	19
<b>2.5.1 Aquisição de participação societária</b>	<b>19</b>
<b>2.5.2 Contrato de opção de compra e contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas</b>	<b>21</b>
<b>2.5.3 Debênture conversível</b>	<b>22</b>
<b>2.5.4 Contrato de mútuo conversível em participação societária</b>	<b>23</b>
<b>2.5.5 Estruturação de sociedade em conta de participação</b>	<b>24</b>
<b>2.5.6 Contrato de investimento-anjo</b>	<b>25</b>
<b>2.5.7 Outros instrumentos de aporte de capital</b>	<b>27</b>
2.6 DELIMITAÇÃO E CONSIDERAÇÕES PARCIAIS	27
<b>3 O CONTRATO DE INVESTIMENTO ENQUANTO MECANISMO DE GESTÃO DE RISCOS</b>	<b>29</b>
3.1 INVESTIDOR E STARTUP: UMA RELAÇÃO DE RISCO	29
<b>3.1.1 A Teoria da Agência e a assimetria informacional</b>	<b>31</b>
3.1.1.1 Teoria da Agência: Contrapontos	34
3.2 O CONTRATO ENQUANTO INSTRUMENTO DE GESTÃO DE RISCOS	36

<b>3.2.1 Contratos de investimento em startups e a gestão de risco</b>	<b>37</b>
<b>3.2.2 Cláusulas contratuais de gestão de risco</b>	<b>38</b>
<i>3.2.2.1 Escalonamento dos aportes de capital</i>	39
<i>3.2.2.2 Vencimento antecipado</i>	39
<i>3.2.2.3 Preferência na liquidação</i>	40
<i>3.2.2.4 Direitos de veto</i>	41
<i>3.2.2.5 Antidiluição</i>	42
<i>3.2.2.6 Lock-up</i>	42
<i>3.2.2.7 Declarações e garantias</i>	43
<i>3.2.2.8 Outras cláusulas de controle gerencial</i>	43
<b>3.2.3 Hard monitoring: gestão de risco x controle da sociedade</b>	<b>44</b>
<b>3.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS</b>	<b>46</b>
<b>4 NOVAS PERSPECTIVAS PARA O COMPARTILHAMENTO DE RISCO NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS</b>	<b>48</b>
4.1 CRITÉRIOS PARA ANÁLISE DAS INOVAÇÕES CONTRATUAIS	49
4.2 NOÇÕES INICIAIS SOBRE OS MODELOS DE CONTRATO EM ANÁLISE	51
4.3 ANÁLISE DOS CONTRATOS	54
<b>4.3.1 Natureza dos contratos</b>	<b>54</b>
<b>4.3.2 Mecanismos de conversão e vencimento</b>	<b>56</b>
<b>4.3.3 Incidência de juros</b>	<b>58</b>
<b>4.3.4 Cláusulas de proteção do investimento</b>	<b>58</b>
4.2.5 Considerações sobre os mecanismos contratuais de compartilhamento de risco nos modelos analisados	62
4.4 MECANISMOS EXTRACONTRATUAIS DE GESTÃO DE RISCO	64
<b>5 CONCLUSÃO</b>	<b>66</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>70</b>
<b>ANEXO A – Contrato Simple Agreement for Future Equity (SAFE)</b>	<b>76</b>
<b>ANEXO B – Contrato de Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MÚTUO)</b>	<b>87</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As startups, que podem ser definidas como negócios inovadores, de operação recente, caracterizados pelo alto grau de incerteza e que almejam crescimento rápido, têm na captação de investimentos externos uma das suas principais estratégias de crescimento.

No Brasil, o mercado de investimentos em startups vive um momento bastante importante. Após passar por uma onda de grandes volumes de investimentos e um certo espírito de euforia, encontra-se agora num estágio de amadurecimento. Práticas consolidaram-se, melhorias precisam ser realizadas e novas perspectivas vão surgindo, agora de maneira mais estratégica do que se acompanhou nos últimos anos.

Tendo isso em vista, encontram-se diversas oportunidades de desenvolvimento para o mercado, inclusive no mundo do direito, que deve acompanhar esta dinamicidade para atender o mercado de maneira assertiva. Nesse sentido, cabe compreender o histórico que se começou a construir, mas também acompanhar os movimentos do mercado.

Em meio a este contexto, um dos grandes pontos de definição foi marcado pela Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, o chamado Marco Legal das Startups. Essa inovação legislativa, apesar de ainda não fornecer todas as respostas, deu passos importantes principalmente no que se refere à segurança no momento da realização dos investimentos.

Isso se faz essencial ao se observar que o investimento em startups tem como característica inerente a incerteza. Diante dos riscos envolvidos, o mercado precisou buscar alternativas a fim de amenizar de certa forma os seus impactos na relação construída. Para além das previsões da legislação, encontrou-se nos contratos uma das principais ferramentas para gestão dos riscos.

Nesse sentido, começou a se propagar a utilização dos mecanismos contratuais de gestão de risco, os quais são responsáveis pela alocação dos riscos envolvidos, tendo como objetivo principal o controle do investimento realizado.

Em alguns casos, os mecanismos contratuais possuem como lógica a imposição de regras sobre os empreendedores e a empresa, podendo inclusive interferir diretamente no seu controle, ainda antes da entrada do investidor no capital social da empresa. Há que se considerar, neste ponto, que ganhou destaque na



prática dos investimentos em startups a utilização de contratos conversíveis, de forma que os investidores apenas se tornam sócios de acordo com os eventos de conversão estipulados em contrato.

Por outro lado, as startups, principalmente as de estágio inicial, que serão objeto deste trabalho, possuem características e necessidades bastante específicas. Para além de não possuírem estrutura interna robusta, são marcadas pela participação central e exposição do empreendedor, que costuma deter porção considerável da participação societária.

Dessa forma, fica claro que existem diferentes interesses e necessidades envolvidos na relação, mas os contratos muitas vezes são compreendidos e analisados sob a perspectiva de proteção do investidor.

Diante disso é que o presente trabalho tem como objetivo principal analisar a possibilidade de conciliação dos interesses de investidores e empreendedores a partir de mecanismos contratuais que não só tenham como objetivo a contenção dos riscos do investidor, mas principalmente o compartilhamento dos riscos da relação. Busca-se, dessa maneira, compreender a possibilidade de alcançar uma relação de maior equilíbrio entre as partes envolvidas.

Para atingir tal finalidade, a pesquisa inicia-se com a contextualização do ecossistema brasileiro de investimento em startups, a partir das características principais da atuação e constituição das empresas, incluindo seu ciclo de vida e de investimento; assim como dos principais atores envolvidos neste cenário. Além disso, serão apresentados os instrumentos comumente utilizados para a formalização dos investimentos. Dessa forma, será possível compreender, de maneira inicial, como a relação entre investidor e startup começa a ser construída.

Em seguida, a análise terá como foco principal a função do contrato como mecanismo de gestão de riscos. Nesse sentido, serão introduzidos os riscos envolvidos nesse tipo de operação, incluindo a análise de uma das principais teorias neste estudo, qual seja a Teoria da Agência. Então, conhecendo alguns dos pontos de atenção observados por investidores é que se analisará exemplos de mecanismos contratuais de gestão de risco.

Por último, já tendo observado o histórico e as principais práticas no que se refere à gestão de riscos, discorrer-se-á acerca das possibilidades para o seu compartilhamento. Para isso, serão analisadas as novas perspectivas, utilizando como exemplo três modelos contratuais de mercado. Dessa forma, serão avaliadas

as possíveis adequações aos modelos tradicionais de contratação e a possibilidade da sua aceitação pelos agentes envolvidos.

## 2 O ECOSISTEMA DE INVESTIMENTO EM STARTUPS NO BRASIL: RELAÇÃO STARTUP E INVESTIDOR

O ecossistema de investimento em startups no Brasil passa por momento de dinamismo, marcado por alto volume de negócios, profissionalização do mercado e consolidação de regras e costumes.

A fim de que se possa analisar os mecanismos contratuais utilizados nos contratos de investimento, faz-se necessário compreender as relações formadas neste ecossistema, bem como as principais práticas e regras que o fundamentam.

Apesar de não ser a única, a relação que deve receber atenção especial é a que se constrói entre startup, a investida, e o seu investidor. Dessa forma, faz-se necessário conhecer em mais detalhes os conceitos e as funções desempenhadas por cada uma das partes; a delimitação do momento em que normalmente se vinculam; e ainda os principais instrumentos utilizados para a formalização dessa relação.

### 2.1 A STARTUP

Em um de seus conceitos mais tradicionais, startups são definidas como instituições humanas projetadas para a criação de novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza (Ries, 2011).

Na busca da definição de algo que é extremamente dinâmico, diversas outras tentativas foram realizadas. Partindo de alguns desses conceitos encontrados na literatura, Edgar Vidigal de Andrade Reis (2022, p. 15) buscou consolidá-los da seguinte forma:

[...] negócios recém-constituídos, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso, que buscam atingir um crescimento rápido, apoiando-se para tanto na oferta de produtos ou serviços inovadores aos olhos do mercado em que estão inseridos e com alto potencial de escalabilidade, geralmente utilizando-se da internet ou outras tecnologias inovadoras.

É possível perceber que definições que seguem o mesmo viés das citadas foram utilizadas como fundamento para a construção do conceito de startup utilizado pela legislação brasileira. Na Lei Complementar nº 182/2021, intitulada como marco legal das startups e do empreendedorismo inovador (“Marco Legal das Startups”),

define-se, em seu art. 4º, caput: “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” (Brasil, 2021).

A fim de conferir critérios mais objetivos para tal enquadramento, a Lei ainda define:

Art. 4º § 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

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.

Um ponto interessante adicionado pela Lei, ainda que vinculante apenas para fins de enquadramento nos benefícios concedidos em seus dispositivos, refere-se à limitação da receita auferida pela startup. Este fator em conjunto com a limitação de tempo de atuação faz com que os principais regramentos legais sejam construídos com o enfoque voltado para startups em estágio inicial, as quais serão objeto principal deste trabalho.

Nesse sentido ainda, é importante considerar que há um “fim” para o enquadramento da empresa enquanto startup. Existe um ciclo de vida, que será melhor explorado a seguir, considerado curto, no qual, havendo sucesso, as empresas atingirão um patamar em que passarão a ser consideradas empresas consolidadas e não mais enquadradas como startups (Reis, 2022).

Por fim, diante dos conceitos apresentados, cabe destacar alguns elementos, os quais serão essenciais para a compreensão dos contratos de investimento em

startups, quais sejam: (i) a incerteza, que contribui para que o investimento, como será explorado posteriormente, seja considerado de alto risco e gere a preocupação e a sensação de necessidade de construção de amarras contratuais; (ii) o baixo custo de manutenção, o qual possibilita que os valores captados em investimentos sejam investidos em estratégias de crescimento da empresa; e (iii) a escalabilidade e o crescimento rápido, que possibilitam as altas taxas de retorno do investimento, caso seja de sucesso.

## 2.2 O INVESTIDOR

Do outro lado da relação encontra-se o investidor. A captação de investimentos externos é uma das principais estratégias adotadas pelas startups a fim de que se tornem economicamente viáveis e alcancem patamares de crescimento em tempo curto (Albergoni, 2006). Mais do que uma estratégia, pode ser uma necessidade, tendo em vista que se espera que, durante um período considerável, a startup não tenha retorno financeiro; e também que, em muitos casos, o empreendedor não possui recursos próprios suficientes para suportar a necessidade de investimentos recorrentes e por período significativo a fim de alcançar o crescimento rápido necessário (Reis, 2022).

Para esses fins e considerando as características próprias do seu modelo de negócios, faz-se necessário que as startups estejam acompanhadas de investidores de risco, os quais, além do investimento financeiro, busquem estar próximos de negócios inovadores, apoiando-os através de sua experiência (Peroni e Oliveira, 2015).

Nesse sentido, são recorrentes os modelos de captação nos quais existe a expectativa ou opção de participação societária como contrapartida ao investimento (Salama, 2018). Em tais operações, os investidores não costumam ter como objetivo principal o lucro pela atividade, mas sim impulsionar o negócio e alienar a sua participação em valor superior ao que foi investido (Salama, 2018).

A fim de compreender de maneira mais aprofundada a função desempenhada pelo investidor, recorre-se mais uma vez à legislação. O Marco Legal das Startups busca definir também os mais diversos investidores que realizam aportes de capital por meio dos mecanismos contratuais apresentados pela Lei em seu art. 5º, da seguinte maneira:

Art. 8º O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar:

I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.

Ou seja, para além das características específicas inerentes a cada tipo contratual, como um mutuante em relação ao mútuo conversível, a lei define o investidor como um indivíduo que não possui função de gestão ou voto na administração da sociedade, afastando-o, de certa maneira, do controle operacional da empresa.

Diante do apresentado, a análise geral da participação do investidor tem como pontos elementares: (i) uma relação de quase “dependência” da startup em relação ao investidor a fim de alcançar os resultados nas condições almejadas; (ii) usualmente, tem-se como objetivo principal o retorno financeiro a partir da alienação da participação societária que obtiver a um valor superior; e (iii) a possibilidade de não ser incluído já num primeiro momento na sociedade, com atuação junto à operação da empresa de forma limitada.

### 2.3 O CICLO DE VIDA DA STARTUP E OS ESTÁGIOS DE CAPTAÇÃO

Para além do conceito geral construído para as startups, é importante compreender também o seu ciclo de vida, tendo em vista que a relação dos investidores desenvolve-se de maneira distinta a depender do momento em que se encontra, de forma que “em cada fase da startup há uma espécie de investidor mais propensa a aportar recursos” (Reis, 2022, p. 27).

Em que pese existam discordâncias acerca das denominações e características de cada estágio da startup, para os fins deste trabalho, utilizar-se-á

dos parâmetros definidos pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI)<sup>1</sup> e pela *National Venture Capital Association*<sup>2</sup>.

O primeiro estágio do ciclo de vida da startup é denominado *seed stage*, ou estágio embrionário. Esta fase é considerada pré-operacional e tem como objetivo o desenvolvimento de uma ideia, projeto e/ou produto (Caminha e Coelho, 2023). Nesse sentido, não há fluxo de caixa suficiente a fim de sustentar o crescimento na velocidade almejada (ABDI, 2009).

Pode-se considerar, inclusive, que existe um estágio anterior ao *seed*, o *pre-seed*, que seria o momento em que a empresa acabou de ser formalizada e os seus fundadores estão desenvolvendo seu produto ou serviço. Nessa toada, o *seed* seria o momento seguinte do desenvolvimento do produto e do lançamento comercial, mas antes da captação de recursos de montantes significativos para investimentos em crescimento (NVCA, 2009).

No *seed stage*, o investimento normalmente é de pequena monta e realizado através de recursos de familiares/amigos, organizações gestoras especializadas em capital semente ou investidores-anjos (ABDI, 2009). Além disso, representa um risco significativo, tendo em vista que o produto provavelmente ainda está em desenvolvimento e sendo testado, de forma que não se sabe ao certo a chance de sucesso da startup (Caminha e Coelho, 2023). Em contrapartida, considerando o estágio inicial, o investimento, ainda que de menor valor, costuma representar uma participação societária maior, já que a avaliação de valor da empresa será menor (Caminha e Coelho, 2023).

Em seguida, tem-se o *early stage* ou estágio inicial, definido como um momento em que a “startup, via de regra, já tem uma administração consolidada, um conceito estável de produto e uma estratégia de marketing” (Caminha e Coelho, 2023, p. 37). Normalmente, nesta etapa ainda não há um fluxo de caixa positivo (NVCA, 2023).

No que se refere à captação de investimentos, configura-se pela necessidade de capital para manutenção das atividades operacionais, já podendo ter ocorrido rodadas de investimentos anteriores (Caminha e Coelho, 2023; Christofidis e Debande, 2001).

---

<sup>1</sup> 2º Censo de Private Equity e Venture Capital. ABDI. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>

<sup>2</sup> NVCA 2023 Yearbook. National Venture Capital Association. Disponível em: [https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/03/NVCA-2023-Yearbook\\_FINALFINAL.pdf](https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/03/NVCA-2023-Yearbook_FINALFINAL.pdf)

Passa-se então ao *expansion stage* ou estágio de expansão, quando a startup já possui uma estrutura interna razoável, tendo potencial e objetivo de atingir novos mercados (Caminha e Coelho, 2023). Além disso, espera-se que a startup já conte com uma equipe de gestão completa e aumento substancial nas suas receitas (NVCA, 2023).

Então, tem-se o *later stage* ou estágio avançado, quando a empresa “já provou seu conceito, atingiu renda significativa e chegou/está chegando no *breakeven* (o que não significa dizer que a startup gera lucro)” (Caminha e Coelho, 2023, p. 38), podendo já atuar inclusive como plataforma de aquisição de outras empresas do mesmo setor (ABDI, 2009).

Além disso, normalmente a empresa já está se aproximando de um evento de liquidez, como uma abertura de capital ou venda da empresa, de forma que o risco é menor e a taxa de retorno do investimento também (NVCA, 2023).

O desenvolvimento deste trabalho terá como recorte principal a captação de investimentos até o *early stage*.

## 2.4 ESPÉCIES DE INVESTIDORES

Como já apresentado, existem diferentes espécies de investidores a depender do estágio de desenvolvimento da startup. Já tendo sido explorados os estágios de desenvolvimento das startups, passa-se, então, à análise dos tipos de investidores e os momentos em que normalmente se vinculam às empresas investidas.

### 2.4.1 FFF - *Friends, Family and Fools*

A modalidade de investimento denominada FFF - *Friends, Family and Fools* -, ou na tradução literal, Amigos, Família e Tolos, é normalmente uma das primeiras fontes de investimento externo com as quais as startups costumam ter contato. Comum no momento de concepção e início do desenvolvimento do negócio, é o investimento realizado por pessoas abordadas por serem pessoas próximas dos fundadores da empresa e que realizam um investimento de valor menor, por confiarem no negócio e desejarem o seu desenvolvimento (Maia, 2019).



### 2.4.2 Investidor-Anjo

Outro tipo de investimento comum nos ciclos iniciais de desenvolvimento da startup é o investimento-anjo, que é definido como uma modalidade de investimento realizada por pessoas físicas, normalmente empresários ou agentes do mercado, que possuem experiência em negócios e que por isso agregam não só no aspecto financeiro, mas também com aconselhamento nas decisões estratégicas e sua rede de conexões (Maia, 2019; Reis 2022).

Nesse sentido, Cássio A. Spina (2012, p. 28) consolida:

Assim, o investidor-anjo tem como perfil padrão ser um empresário ou executivo de carreira já consolidada, tendo acumulado recursos financeiros suficientes que permitam efetivar investimentos de risco mais elevado e de baixa liquidez e com alguma disponibilidade de tempo para se dedicar e apoiar o empreendedor em seu negócio nascente.

Além do conceito doutrinário, o investidor-anjo também recebeu definições legais, a partir da Lei Complementar n. 155/2016 e, posteriormente, do Marco Legal das Startups.

Na primeira, em seu art. 61-A<sup>3</sup>, o investidor-anjo foi definido como a pessoa jurídica ou física ou fundo de investimento que realiza aporte de capital em sociedades enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte com as finalidades de fomento à inovação e investimentos produtivos. Além disso, previu-se, no mesmo artigo, que não teria direito a gerência ou voto na administração da empresa e também a utilização do contrato de participação.

Já o Marco Legal das Startups em seu art. 2º, inciso I, de maneira um pouco mais limitada, reiterou alguns dos elementos já previstos anteriormente e definiu o investidor-anjo como “investidor que não é considerado sócio nem tem qualquer

---

<sup>3</sup> “Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa. § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos. § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo. § 3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade. § 4º O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos. [...]

direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes” (Brasil, 2021).

Cabe ainda destacar que, como contrapartida ao investimento, o investidor-anjo recebe direito a uma participação societária - ou até mesmo a participação societária efetivamente - na startup, podendo ser este acordo formalizado por diferentes formas de investimento (Reis, 2022). Em que pese exista uma espécie de contratação específica em lei, qual seja, o contrato de participação, como será melhor explorado posteriormente, este não é o tipo contratual mais aplicado na prática.

### **2.4.3 Fundos de investimento**

Os fundos de investimento formados com a finalidade de investimento em startups, os quais são regulados pela Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016 (ICVM 578) e estruturados na forma de fundos de investimento em participações (FIP), costumam ser subdivididos em três categorias: fundos de *seed capital* (ou de capital semente); fundos de *venture capital* (ou de capital de risco); e fundos de *private equity* (Reis, 2022).

Os fundos de capital semente são fundos que reúnem recursos de terceiros, muitas vezes obtidos junto a órgãos e agências governamentais, como BNDES, Finep e SEBRAE, que atuam junto a startups em fase inicial, exigindo pelo menos que estejam juridicamente constituídas (Spina, 2012).

Os fundos de capital de risco congregam seus recursos em um patrimônio único, que é utilizado para investimentos em um portfólio de startups por um gestor especializado (Caminha e Coelho, 2023). Os investimentos nessa modalidade são direcionados para startups que, ainda que estejam em fase inicial, já atuam no mercado, geram receita e buscam investimentos a fim de crescer de maneira mais rápida (Spina, 2012).

Já os fundos de *private equity* buscam realizar seus investimentos em startups em fase de desenvolvimento mais avançado, podendo ser compreendidos como o último tipo de investidor a aportar recursos antes de a startup atingir patamar e estabilidade suficientes para que passe a ser compreendida como uma empresa consolidada e não mais como uma startup (Reis, 2022),

Importante considerar ainda que, em comparação ao investimento por investidores-anjo, o investimento realizado por fundos envolve aportes maiores, mas, em contrapartida, não costuma envolver uma participação tão próxima no que se refere a aconselhamento e mentoria; bem como implica em aspectos burocráticos tanto na realização do investimento, quanto na posterior ingerência, como participação em conselho administrativo, indicação de administradores, dentre outras exigências (Reis, 2022).

#### **2.4.4 Corporate Venture Capital**

Outro modelo relevante no mercado é o *Corporate Venture*, denominação utilizada para o investimento corporativo em startups (Caminha, 2019). Tal tipo de investimento encontra-se no contexto em que companhias tradicionais abordam empresas com ideias inovadoras, a fim de promover o seu relacionamento e acessar inovações relevantes, as quais podem ser agregadas à sua estrutura interna e assim adquirir vantagens concorrenciais (Caminha e Coelho, 2023).

Nesse sentido, adquire-se participação societária tendo como objetivo testar novos produtos, serviços ou tecnologias, expandir mercado e assim buscar por inovação, vantagens competitivas e sobrevivência (Reis, 2022).

#### **2.4.5 Crowdfunding de investimento**

O *crowdfunding* é uma espécie de financiamento coletivo baseado na internet, em que são divulgadas ideias ou negócios buscando a captação de recursos financeiros. Dentre outras modalidades, existe o *crowdfunding* de investimentos, que tem como objetivo a capitalização de startups (Reis, 2022).

A Resolução CVM n. 88, de 27 de abril de 2022 (RCVM 88), em seu Art. 2º, I, define:

I – crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Resolução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Resolução;

Uma das espécies de *crowdfunding* de investimento é o *equity crowdfunding*, o qual se caracteriza como um financiamento coletivo que tem como objetivo principal a transformação de capital social em capital financeiro para realização de ideias e projetos (Potenza e Oliveira, 2016) e que tem como contrapartida do valor aportado o direito a participação societária na empresa investida (Reis, 2022). Ele pode ser operacionalizado tanto a partir da aquisição direta de participação societária quanto de títulos de dívida conversíveis em participação societária, títulos de dívida com juros pós-fixados e indexados à performance da emitente, contratos de investimento coletivo, dentre outros tipos de título (Potenza e Oliveira, 2016).

## 2.5 MODALIDADES CONTRATUAIS PARA INVESTIMENTO EM STARTUP

Conhecendo o contexto geral da captação de investimento em startups, incluindo os principais conceitos, faz-se possível analisar de maneira preliminar os instrumentos contratuais utilizados para formalizar as operações de investimento. Para isso, será utilizada a delimitação de instrumentos de investimento em startups realizada pelo Marco Legal das Startups, em seu art. 5<sup>o</sup>. Portanto, serão analisados o contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas; o contrato de opção de compra de ações ou de quotas; o debênture conversível; o contrato de mútuo conversível em participação societária; a estruturação de sociedade em conta de participação; o contrato de investimento-anjo; e outros instrumentos de aporte de capital. Além disso, apesar de não ter sido abordada pela lei, é importante considerar ainda a possibilidade da aquisição direta de participação societária.

### 2.5.1 Aquisição de participação societária

---

<sup>4</sup> “Art. 5º As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes. § 1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por meio dos seguintes instrumentos: I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa; II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa; III - debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa; V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa; VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006; VII - outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa.”

A realização de investimentos pela obtenção de participação societária da startup se dá pela emissão de novas quotas ou ações, que deverão ser subscritas e integralizadas pelo investidor. Dessa forma, o aporte realizado pelo investidor será registrado como aumento de capital e o investidor passará a integrar o quadro societário da startup (Reis, 2022).

Tal estratégia, no entanto, possui alguns pontos de atenção, dentre os quais a possibilidade de a participação societária ser superior ao parâmetro que seria do interesse das partes naquele momento, tendo em vista a representatividade do valor investido em relação ao capital social da startup, de forma que o investidor teria uma ingerência grande na sociedade e também assumiria responsabilidades significativas (Reis, 2022).

Além disso, ainda que a participação não seja tão significativa, a mera participação do investidor na sociedade gera maior ingerência na startup. Nesse sentido, Reis (2022, p. 100) explica:

[...] para um investidor tornar-se sócio, ele sempre buscará garantir, por meio de um acordo de sócios, certos direitos que lhe tragam uma maior segurança. Referidos direitos, via de regra, implicam em certas restrições aos sócios-fundadores, influenciando, direta ou indiretamente, na administração e rumos da sociedade.

Ainda, uma participação muito significativa num momento inicial de desenvolvimento pode gerar dificuldades em captações posteriores tendo em vista a diluição dos fundadores, que poderão encontrar-se em situação de perda de controle societário e, em consequência disso, gerando impactos no seu poder de decisão e autonomia (Reis, 2022).

Outra questão que deve ser considerada é a desvantagem referente à participação do investidor por meio de uma pessoa jurídica, tendo em vista que isso resultaria na impossibilidade da opção pelo regime tributário do Simples Nacional<sup>5</sup>. Ocorre que, conforme aponta Reis (2022, p. 91): “Uma quantidade expressiva de startups opta pelo regime tributário conhecido como Simples Nacional, sendo em

---

<sup>5</sup> “Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: [...] § 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica: [...] VII - de cujo capital participe outra pessoa jurídica; [...]

muitos casos essa opção de regime essencial para que a startup consiga sobreviver em sua fase inicial”.

Do lado do investidor, devem ser considerados os riscos decorrentes da posição de sócio, como eventual responsabilização e ainda a não configuração deste investimento como uma dívida, como ocorre em outras modalidades de investimento (Reis, 2022).

Diante das desvantagens apresentadas, o investimento em startups de estágio inicial por meio da aquisição direta de participação societária pode não ser a opção mais adequada, considerando tanto os interesses das startups quanto dos investidores.

### **2.5.2 Contrato de opção de compra e contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas**

O contrato de opção de compra configura-se como um direito conferido pelo titular de um bem a outra pessoa, que consiste na faculdade de concluir ou não, de forma unilateral e mediante manifestação de vontade, durante um prazo determinado, um contrato de compra e venda de um bem, que tem seu conteúdo previamente definido (Peres, 2011).

Seu uso no contexto de investimento em startups se constrói pela seguinte lógica: o investidor aporta o valor a ser investido na startup e tem como contrapartida o direito de exercer a opção de compra de uma determinada participação societária. Para isso, pode haver a cessão de quotas ou ações já emitidas ou a emissão de novas ações ou quotas, as quais serão subscritas e integralizadas pelo investidor, situação em que o contrato será denominado opção de subscrição de participação societária (Reis, 2022).

A partir disso, quando for do seu interesse, de acordo com as condições pactuadas em contrato, o investidor poderá exercer o seu direito e adquirir a participação societária ofertada por um valor simbólico previamente estabelecido (Júdice, 2017). Dessa forma, o valor pago a título de aquisição do direito de opção costuma ser bastante superior ao valor transferido no momento do exercício da opção, sendo a primeira transferência a verdadeira representação do investimento (Reis, 2022).

O contrato de opção tem como uma de suas principais vantagens a proteção do patrimônio do investidor em relação a eventuais passivos da startup, já que este não ingressa, desde o primeiro momento, no quadro societário da startup. Para a startup, a não configuração do investidor como sócio também fornece maior liberdade para o empreendedor na tomada de decisões estratégicas, traz menor ingerência para a startup, além de auxiliar no controle da diluição dos fundadores (Reis, 2022).

Adicionalmente, no ponto de vista do empreendedor, o contrato também se mostra bastante benéfico por não configurar uma dívida, como ocorre no caso do mútuo conversível, que será explorado a seguir (Júdice, 2017). Tal aspecto, no entanto, não é observado de maneira tão positiva pelo investidor, tendo em vista que, neste formato, não pode tentar recuperar o valor investido caso não exerça a opção de compra (Reis, 2022).

### **2.5.3 Debênture conversível**

A debênture, conforme disciplina a Lei 6.404/1976 seu art. 52<sup>6</sup>, confere ao seu titular um direito de crédito contra a empresa que a emitiu. Tal direito é acompanhado por uma recompensa, que pode ser representada por juros, participação nos lucros e prêmio de reembolso<sup>7</sup>.

No contexto das startups, as debêntures podem prever a possibilidade de conversão de participação societária da empresa. Nesse sentido:

As debêntures emitidas com a cláusula de conversibilidade em ações asseguram a seu titular a faculdade de ter os seus títulos convertidos em ações da companhia emitente, nas condições estabelecidas na escritura de emissão. Confere-se ao debenturista, assim, a opção de conservar a sua debênture até o vencimento ou de passar do status de credor a participante da sociedade, mediante a conversão das debêntures em ações.

Em síntese, vislumbram-se nas debêntures conversíveis dois direitos: o de crédito e o de subscrição de ações da companhia emissora (Eizrik, Gaal, Parente e Henriques, 2008, p. 70-71).

Num primeiro momento, a sua configuração parece assemelhá-lo com o contrato de mútuo conversível. No entanto, existem diferenças importantes que precisam ser levadas em consideração quando da determinação do instrumento a

---

<sup>6</sup> “Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.”

<sup>7</sup> “Art. 56. A debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso.”

ser utilizado. Uma dessas diferenças é que, no caso das debêntures conversíveis, existe um regramento robusto que estabelece diversos requisitos legais e formais para que sejam emitidos, de forma a tornar tal procedimento bem mais custoso e burocrático (Reis, 2022).

Outro ponto relevante é que existe certa insegurança jurídica em relação à sua adoção em sociedades limitadas, já que, diferentemente da lei das sociedades por ações, não há referência às debêntures no Código Civil. Considerando que é recorrente a adoção, por parte das startups, da estrutura de sociedade limitada, principalmente em estágios iniciais de desenvolvimento, tal fator pode ser um impeditivo para sua adoção como estratégia na captação de recursos (Reis, 2022).

#### **2.5.4 Contrato de mútuo conversível em participação societária**

Então, passa-se à análise do documento mais comum no que se refere ao investimento em startups, qual seja o Mútuo Conversível em Participação Societária. Tal modalidade contratual é construída sobre a lógica de empréstimo de dinheiro, usualmente com o pagamento de juros, havendo a garantia para o investidor de que deverá ser pago, independentemente de haver lucro (Salama, 2018). Ou seja, o investidor realiza o aporte de capital inicialmente na forma de dívida e não de participação, até o momento em que poderá decidir se quer converter aquele valor em quotas ou ações (Caminha e Coelho, 2023).

Aplicado à realidade da captação de investimentos por startups, o interesse das partes não costuma ser o pagamento do mútuo, mas sim o exercício da possibilidade de conversão em participação societária e posteriormente a alienação da participação (Salama, 2018).

Dessa forma, o investidor não ingressa diretamente no capital social da empresa, mas sim torna-se credor com a possibilidade de conversão do seu crédito em participação societária (Salama, 2018). Nesta relação, residem os principais motivos pelos quais os investidores costumam preferir a utilização do mútuo conversível, quais sejam a ausência de exposição indesejada e o risco de desconsideração da personalidade jurídica (Lobo e Potenza, 2016).

Tendo em vista ser o tipo contratual mais utilizado no contexto de investimento em startups em estágio inicial no Brasil, o contrato de mútuo será uma



das referências principais deste trabalho e passará por análise aprofundada nos próximos capítulos.

### **2.5.5 Estruturação de sociedade em conta de participação**

A sociedade em conta de participação é uma sociedade não personificada, que, em função disso, não pode assumir obrigações e direitos em nome próprio, nem mesmo possuindo nome próprio (Júdice, 2016). A sua constituição, conforme art. 992 do Código Civil, inclusive independe de registro e contrato escrito, podendo a sua existência ser provada por qualquer meio de prova<sup>8</sup>.

Na sua organização, existem dois tipos de sócios, sendo um deles o ostensivo, responsável pelo exercício da atividade da sociedade em nome próprio, assumindo exclusivamente a responsabilidade; e o oculto ou participante, que contribui para o patrimônio da sociedade e tem direito aos seus resultados, mas não exerce a atividade objeto social da empresa nem assume responsabilidade perante terceiros<sup>9</sup>.

No âmbito das startups, o mecanismo de constituição de uma sociedade em conta de participação se dá com a finalidade de recebimento de investimento, sendo que o papel do sócio ostensivo normalmente é exercido por uma pessoa jurídica formada pelos fundadores e o papel de sócio participante é desempenhado pelo investidor (Caminha e Coelho, 2023).

Dessa forma, a pessoa do investidor recebe uma proteção, tendo em vista que o seu nome não estará exposto nem será vinculado à pessoa jurídica da startup, desde que não exerça atividades de função exclusiva do sócio ostensivo (Caminha e Coelho, 2023). Para o empreendedor, em contrapartida, existe o benefício de que o controle executivo do negócio permanece com a startup, independente da participação do investidor (Júdice, 2017).

No entanto, para que tais vantagens manifestem-se de maneira adequada, faz-se necessário o cuidado para que o investidor atue dentro dos limites da posição

---

<sup>8</sup> “Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.”

<sup>9</sup> “Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes. Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social.”

de sócio participante, evitando que possa ser responsabilizado pelas obrigações assumidas pelas startups. Além disso, recomenda-se que sejam desenvolvidos documentos para formalizar a relação, que possam ser prova da sua existência e assim prevenir eventual caracterização de sociedade em comum, o que se apresenta como um risco a ser considerado (Reis, 2022).

Além disso, a constituição de uma sociedade em conta de participação possui como um obstáculo bastante significativo a vedação às empresas que participam do capital social de outra pessoa jurídica optarem pelo regime tributário do Simples Nacional<sup>10</sup>. Ainda que a sociedade em conta de participação não seja uma sociedade personificada, a Receita Federal já se manifestou no sentido de estender a mencionada vedação às sociedades que sejam sócias de sociedades em conta de participação (Júdice, 2016). Diante disso, entende-se não ser possível neste momento que a startup seja sócia ostensiva de uma sociedade em conta de participação e ao mesmo tempo faça a opção pelo regime tributário do Simples Nacional, sob pena de ser excluída do regime tributário (Reis, 2022).

### **2.5.6 Contrato de investimento-anjo**

O denominado contrato de investimento-anjo refere-se à modalidade contratual prevista na Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2016, qual seja o contrato de participação. A Lei, em art. 61-A<sup>11</sup>, estabelece de maneira

---

<sup>10</sup> “Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: [...] § 4º Não o poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica: [...] VII - que participe do capital de outra pessoa jurídica; [...]”

<sup>11</sup> “Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa. § 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos. § 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo. [...] § 4º O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos. [...] § 6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte. § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital,

pormenorizada alguns dos requisitos e condições para que seja firmado o contrato de participação para investimentos na startup, dentre os quais encontram-se (i) a restrição de uso somente para investimento em microempresas ou empresas de pequeno porte; (ii) a não configuração de aumento do capital social em relação ao valor aportado pelo investidor; (iii) o não enquadramento do investidor como sócio, sem direito de gerência ou voto; (iv) o direito a remuneração do investidor pelos resultados distribuídos ao final do período pelo prazo de sete anos; (v) o direito de resgate, que poderá ser exercido em não menos de dois anos da pactuação do contrato, não podendo os haveres superarem o valor investido corrigido. Além disso, o investidor ainda goza do direito de preferência e direito de venda conjunta caso os sócios da startups decidam vendê-la<sup>12</sup>.

A existência de uma previsão detalhada como acima apresentado, para além de limitar a liberdade contratual, também enseja a preocupação de que todos os requisitos estejam presentes a fim de que se possa valer dos benefícios trazidos pela Lei e evitar o risco de que não seja caracterizado como contrato de participação e assim a blindagem patrimonial prometida ao investidor não seja assegurada (Reis, 2022).

Outro ponto observado como obstáculo para a utilização do contrato de participação é a tributação aplicada à relação prevista, tendo sido considerada muito elevada para os padrões de um investimento de alto risco (Moretti, 2018), para além do fato de não ter havido isenção da participação periódica nos resultados da sociedade (Wanderley, 2017).

Dessa forma, diante dos aspectos tributários, das limitações quanto à remuneração, do prazo mínimo para exercício do direito de resgate e do prazo máximo de vigência, segundo Reis (2022, p. 131): “Em que pese a legislação que regulamenta essa forma de investimento proteja expressamente o patrimônio do investidor, na prática é muito raro encontrar investimentos realizados por meio do contrato de participação”.

---

ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido. [...]

<sup>12</sup> “Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.”

### 2.5.7 Outros instrumentos de aporte de capital

Por último, cumpre ainda mencionar que o Marco Legal abriu espaço para a utilização de outras espécies contratuais que não se enquadram nas hipóteses específicas já identificadas, ao apresentar, em seu art. 5ª, § 1º, VII, a seguinte possibilidade: “outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa”. A mencionada hipótese será utilizada a fim de explorar outras espécies contratuais que não foram contempladas pelas demais hipóteses previstas pela Lei nos capítulos que seguem.

## 2.6 DELIMITAÇÃO E CONSIDERAÇÕES PARCIAIS

Por fim, busca-se consolidar os principais pontos acima apresentados, bem como realizar uma delimitação fática para a continuidade do presente trabalho. A delimitação faz-se necessária tendo em vista as particularidades de cada estágio de desenvolvimento da startup, incluindo as necessidades tanto financeiras quanto de grau de envolvimento do investidor, permitindo que se analise de maneira mais assertiva a escolha e a efetividade dos mecanismos contratuais.

Nesse sentido, serão objeto os contratos de investimento em startups de estágio inicial, considerando-se, dentro dos parâmetros aqui definidos, o *early stage*. Diante disso, tem-se como características principais:

- a) Da startup: momentos de desenvolvimento do produto e comercialização iniciais, mas podendo já gerar receita, de forma que ainda estão presentes níveis mais altos de risco;
- b) Da atuação do investidor: possibilidade de atuação mais próxima, inclusive com aconselhamento, mas com uma tendência de limitação na ingerência junto à startup;
- c) Do momento da captação de investimentos: realização das primeiras captações, inicialmente com o objetivo de dar início à operação, alcançando ainda captações para manutenção do crescimento;

- d) Da espécie do investidor: maior recorrência da captação realizada junto a investidores da categoria “FFF - *Friends, Family and Fools*”, investidores-anjo, fundos de capital semente, fundos de *venture capital* e *equity crowdfunding*;
- e) Das modalidades de investimento: diante dos obstáculos referentes a risco, impactos na diluição e tributação, apresentam-se com mais frequência os contratos de mútuo conversível em participação societária, contratos de opção de compra de quotas ou ações e ainda outros instrumentos de aporte de capital.

### 3 O CONTRATO DE INVESTIMENTO ENQUANTO MECANISMO DE GESTÃO DE RISCOS

Conforme é possível analisar a partir do apresentado no capítulo anterior e considerando a incerteza quanto ao sucesso do empreendimento e a dinamicidade do mercado, o investimento em startups, principalmente quando em estágio inicial, é considerado de alto risco. Ambas as partes adentram num negócio jurídico comprometendo-se com obrigações e concedendo direitos à outra parte, ainda que existam diversos fatores que possam impactar na negociação realizada.

Diante disso, é com o objetivo de assegurar os interesses das partes no negócio, que os contratos de investimento devem ser construídos. Nesse sentido, podem ser um instrumento de gestão dos riscos envolvidos, função esta que será analisada neste capítulo.

#### 3.1 INVESTIDOR E STARTUP: UMA RELAÇÃO DE RISCO

O risco, enquanto característica inerente das relações de investimento, pode ser compreendido como a probabilidade de insucesso de determinado empreendimento em decorrência de acontecimentos eventuais e incertos. Nesse contexto, são diversas as ameaças que podem impedir que o investimento resulte no lucro esperado por seus investidores (Campos, Leão e Santos, 2019).

De acordo com Assaf Neto (2020), existem dois tipos de riscos, que compõem o risco total do ativo: o sistemático ou conjuntural e o não sistemático ou próprio. Nesse sentido:

O risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado e é determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. [...]

O risco definido por não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si (Assaf Neto, 2020, p. 148).

Ou seja, os investimentos no geral podem ser impactados por riscos do mercado, que geram efeitos nas mais diversas modalidades de investimento; e riscos próprios do investimento, que o impactam de maneira particular.

O risco também pode ser analisado em conjunto com outros dois elementos importantes no contexto de investimentos, quais sejam o retorno e a incerteza. Nesse viés, o retorno é compreendido como o ganho ou a perda em decorrência do investimento num determinado intervalo de tempo; as incertezas são elementos essenciais para que as perdas possam ser estimadas; e o risco é a medida numérica dessa incerteza (Duarte Júnior, 2005).

Dessa forma, quando da realização de um investimento de risco, deve-se ponderar o risco envolvido e o retorno pretendido. Segundo Assaf Neto (2020), a relação entre risco e retorno deve ser compreendida dentro da ideia de uma “curva de indiferença”, que reflete a atitude do investidor frente ao risco do investimento e o retorno produzido e envolve diversas combinações, permitindo que se determine qual é a alternativa de investimentos que melhor satisfaz as expectativas de risco e retorno (Assaf Neto, 2020).

Nesse sentido, o risco poderia ser mensurado por meio de uma análise objetiva de probabilidades, que considera informações e dados históricos, mas também uma análise subjetiva por parte do investidor (Assaf Neto, 2020).

Diante disso, alcança-se uma relação em que, quanto maior o risco, maior a rentabilidade exigida (Assaf Neto, 2020), a qual deve ser levada em consideração para que o investimento seja realizado, ainda que se considere a existência de riscos (Barbosa e Pimenta, 2022). Tal decisão também depende do grau de aversão ao risco do investidor, o qual costuma ser decorrente das suas características pessoais e do seu momento de vida (Cavalcante, Misumi e Rudge, 2005).

No que se refere ao investimento em startups em estado inicial, tem-se que o capital de risco localiza-se em posição em que há alto risco acompanhado por alta rentabilidade (Barbosa e Pimenta, 2022).

Em startups em estágio inicial de desenvolvimento, conforme já demonstrado, isso se dá em momento em que a empresa está validando no mercado o seu produto e possui expectativas de crescimento exponencial, mas muitas vezes ainda não apresenta resultados expressivos e consistentes. Em consequência disso, não costumam possuir um histórico que possa ser analisado por seus possíveis investidores, que acabam tendo que utilizar outros parâmetros, como seu conhecimento de mercado e experiência, para tomar a sua decisão.

Nesse sentido, entendem-se as startups como empreendimentos desenvolvidos em situações de incerteza, as quais podem se relacionar com o

produto desenvolvido, a aceitação por parte do mercado e ainda o lucro que pode não ser aquele almejado, situações essas que podem levar ao encerramento da startup (Barbosa e Pimenta, 2022).

Em contrapartida, a expectativa de retorno que pode ser gerado ao investidor é bastante expressiva, principalmente ao se considerar que a avaliação da empresa no momento do investimento ainda não representa valor elevado. Trazendo como exemplo o investimento anjo, afirma-se que, de cada dez investimentos anjo realizados, três têm um investimento médio de duas a três vezes o capital investido e uma ou duas têm retorno entre dez e cinquenta vezes, de forma que, na média, estima-se um retorno de cinco a dez vezes (Spina, 2015).

No entanto, para que se consiga alcançar a equação final acerca da probabilidade de retorno positivo do investimento, faz-se necessário conhecer de maneira mais específica as incertezas e riscos envolvidos na relação de investimento em startups.

### **3.1.1 A Teoria da Agência e a assimetria informacional**

A fim de compreender as necessidades e os interesses das partes frente ao contrato de investimento, em especial do investidor, faz-se essencial conhecer a Teoria da Agência. Desenvolvida pelos autores Jensen e Meckling, a teoria defende que as organizações, que são ficções legais, servem de base para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos, sendo os contratos chamados de relações de agência (Jensen e Meckling, 1976). Nestas relações, tradicionalmente, o participante principal emprega o agente, que realiza um serviço ou trabalho que exige a delegação para o agente de alguma autoridade para a tomada de decisão (Jensen e Meckling, 1976).

Dessa forma, instaura-se uma dissociação entre propriedade e gestão, podendo haver conflitos de interesse entre o principal e o agente (Bocatto, 2001). Nesse sentido, os denominados conflitos de agência surgem quando o agente, atuando em nome do principal, pode tomar ações contrárias ao interesse da outra parte, as quais podem afetar o seu retorno financeiro (Cumming e Johan, 2009).

Os problemas de agência, por sua vez, ensejam a necessidade por parte do principal de impor mecanismos de controle sobre o agente, os quais representam custos denominados custos de agência (Segatto-Mendes, 2001).



Mais recentemente, tal teoria foi aplicada a fim de analisar também os casos de investimento de risco e as relações que se desenvolvem a partir deles. Já num primeiro momento, entendeu-se haver um grau muito maior de complexidade, tendo em vista que, para uma única transação, existem diversas relações de agência (Cumming e Johan, 2009).

Nessas relações, um dos principais problemas observados é a assimetria informacional, que, conforme Bocatto (2001) pode ser conceituada como uma diferença qualitativa e quantitativa entre as informações que o principal e o agente possuem.

Ou seja, no caso dos investimentos de risco, observa-se uma discrepância entre as informações que o empreendedor e o investidor possuem sobre o negócio que está sendo analisado.

Ainda que com a intenção de proteger o seu negócio, os gestores costumam revelar o mínimo possível acerca da sua empresa (Fonseca e Domingues, 2018), em especial no que se refere a pontos considerados sensíveis como *core business* e outros segredos comerciais (Winborg e Landström, 2000, *apud* Fonseca e Domingues, 2018).

Nesse viés, Cumming e Johan (2009), caracterizam a assimetria informacional como decorrência de características comuns às startups, como o tempo limitado de histórico para apresentação de resultados, a existência de um produto sem potencial comercial demonstrado ou validado, o protagonismo e a relação de quase dependência em relação ao empreendedor, além do fato de que os planos do negócio e do empreendedor nem sempre são totalmente revelados.

Em consequência disso, a “falta de clareza de dados a respeito destas empresas pode confundir os investidores, que correm o risco de alocarem recursos em empresas que são pouco promissoras achando que estas são, de fato, bons negócios” (Fonseca e Domingues, 2018, p. 327).

Nesse sentido, entende-se que um dos principais riscos nos negócios de *Venture Capital* é a não existência de incentivos contratuais suficientes para o compartilhamento e a revelação de dados entre o participante principal e o agente (Silva, 2014).

Dessa forma, a assimetria de informações pode levar a dois conflitos de agência distintos, quais sejam a seleção adversa, que se refere à não efetivação de relações econômicas sociais desejáveis, e o problema do risco moral, no qual

ocorrem práticas indesejáveis que estão em desacordo com os termos negociados pelas partes (Zylbersztajn, 2005, *apud* Nones, 2017).

Em outras palavras, a seleção adversa refere-se à possibilidade de escolha errada de um produto (Fonseca e Domingues, 2018), tendo em vista que algumas condições do investimento não revelam de maneira clara as reais situações das empresas (Cumming e Johan, 2009).

Já o risco moral pode ser descrito ainda como a possibilidade de um indivíduo alterar seu comportamento no decorrer da relação (Fonseca e Domingues, 2018), não havendo certeza se o agente atuará em favor dos interesses do principal (Cumming e Johan, 2009).

Cumming e Johan (2009) ainda propõem a existência de outros problemas de agência nas relações de investimento em *venture capital*, podendo ser citados o risco moral bilateral, que se refere à expectativa (mas também a dúvida) em relação a atuação de ambas as partes em favor da outra; o risco moral multitarefa, quando o agente possui uma pluralidade de tarefas a serem executadas mas nem todas são para o principal; e a barganha trilateral, quando se insere na relação um novo investidor que pode contrapor os interesses de um anterior.

Diante disso, propõe-se duas formas de abordagem para minimizar os conflitos de agência: a primeira voltada para a otimização de contratos e mecanismos que regulam as relações anteriores ao investimento, buscando criar um sistema de incentivos a fim de alinhar os interesses de ambas as partes envolvidas no negócio (Tammeaid, 2014); e a segunda que parte da premissa da incompletude contratual, entendendo não ser possível construir um contrato capaz de prever todas as possíveis consequências, de forma que se deveria concentrar na alocação de mecanismos de controle pós-investimento (Van Osnabrugge, 2000).

No que se refere à primeira vertente, entende-se que o contrato seria a melhor alternativa para realizar o alinhamento dos interesses das partes, estabelecendo mecanismos de minimização dos problemas de assimetria informacional e de aversão ao risco. Nesse sentido, Bocatto (2001, p. 94), ainda afirma: “É importante que estes contratos sejam bem elaborados, minimizando as penalidades que podem ser impostas aos executivos quando o resultado da empresa fica comprometido por fatores alheios ao seu controle”.

A Teoria da Agência ainda propõe que se considere que, com a realização de investimentos, vão surgindo novos interesses que precisarão ser conciliados. Nesse

sentido, os empreendedores passam a se entender como representantes de três diferentes grupos de *stakeholders*: investidores; clientes e fornecedores; e empregados (Donaldson e Lorsch, 1983). Diante disso, para que tomem suas decisões precisarão ponderar os interesses de todos eles e não somente a maximização do valor da empresa (Bocatto, 2001).

Em função disso, defende-se o uso de monitoramento intensivo, mecanismos de controle sobre questões importantes, restrições orçamentárias, dentre outras medidas que permitam a defesa dos seus interesses (Jensen e Meckling, 1976). Tais medidas podem ser previstas contratualmente.

### 3.1.1.1 *Teoria da Agência: Contrapontos*

A Teoria da Agência permite que se alcance uma compreensão muito relevante acerca da relação desenvolvida entre investidor e empresa investida, fornecendo indícios das necessidades e interesses que o investidor quer ver sendo tutelados no processo de investimento.

No entanto, a literatura construída a partir dela, em alguns pontos, concentra-se demasiadamente na perspectiva do investidor, de forma que se faz importante destacar alguns contrapontos, principalmente no que se refere ao aspecto bilateral da relação.

Um dos aspectos relevantes, mas nem sempre tão discutidos, é que a assimetria informacional tem natureza bilateral, podendo servir como uma via de mão dupla. Ou seja, existem situações nas quais aquele que normalmente possui a maioria das informações é quem sofre com a assimetria informacional.

No caso de empresas em fases iniciais de desenvolvimento, por exemplo, é possível que a parte que detenha mais dados a respeito do mercado seja o investidor (Winborg e Landström, 2000, *apud*, Fonseca e Domingues, 2018). Dessa forma, não se faz adequado, em todas as situações analisadas, alocar a informação como de propriedade do empreendedor, o que impacta nos níveis de risco do investimento.

Nesse viés, outro ponto relevante é que, assim como a assimetria informacional, os papéis desempenhados enquanto agente e principal não são estáticos, podendo se inverter a depender da situação.

Em consequência disso, o investidor também pode ser objeto de conflitos de interesses. Isso ocorre, por exemplo, no chamado risco multitarefas quando, atuando enquanto agente, o investidor também possui participação em outras empresas e nem sempre poderá ter como único interesse a ser tutelado aqueles do empreendedor em questão (Cumming e Johan, 2009).

Outra discussão interessante encontra-se em qual deve ser o foco principal dos gestores à frente da empresa. Enquanto algumas correntes defendem que o executivo deve atender somente os interesses dos acionistas buscando maximizar o valor da empresa, existe uma segunda corrente pluralista que entende que o executivo interage com os grupos de interesse e por isso deve levar em consideração os interesses de todos, tendo como objetivo maior a continuidade da empresa (Bocatto, 2001).

Nesse sentido, é relevante a discussão acerca do impacto que esses outros grupos de interesse possuem no desenvolvimento e crescimento da empresa. Privilegiar os interesses de um em detrimento do outro, pode nem sempre ser positivo a longo prazo para os seus objetivos. Estratégias de relacionamento com fornecedores e clientes significativos, por exemplo, podem se revelar grandes propulsores do crescimento a longo prazo, mas nem sempre trazem resultados a curto prazo. Isso pode não interessar os investidores em suas estratégias particulares de desinvestimento, mas não deixa de ser positivo para o crescimento da empresa.

Nesse sentido, nem sempre é possível maximar o valor da empresa no curto e no longo prazo (Bocatto, 2001) e os interesses dos *stakeholders* precisarão ser equilibrados.

Ademais, como já apresentado, quando da análise das possíveis soluções para os problemas de agência, são propostos diversos mecanismos de monitoramento e controle por parte dos investidores.

No artigo “Teoria da Agência: um levantamento sobre discussões contemporâneas”, Queiroz, Mendieta, Bueno e Galvão (2022), sistematizaram as obras desenvolvidas acerca do tema, destacando as principais análises. Um dos pontos abordados tratou do impacto dos contratos na confiança presente nas relações de *Venture Capital*. A partir da constatação de que os fundos de investimento *Venture Capital* dependem cada vez mais de contratos formais com a previsão de incentivos para o gerenciamento da relação com as empresas

investidas, concluiu-se que os empresários não possuíam reação negativa a algum nível de monitoramento por parte do fundo de investimento, mas encontravam dificuldades, no entanto, com as formas e a intensidade desse controle, que poderiam inclusive desgastar a relação entre as partes.

Ou seja, faz-se importante discutir sobre os limites das medidas de controles impostos sobre a relação entre as partes, tanto no momento do contrato quanto após a realização do investimento.

O que se observa a partir dos contrapontos apresentados é que a relação entre investidor e investida é bastante complexa, possuindo nuances que impedem que seja compreendida como uma relação em que apenas um dos lados está exposto a riscos e é parte vulnerável na relação. Nesse sentido, em que pese possam ser considerados de níveis distintos, os riscos de ambas as partes precisam ser considerados a fim de que sejam ponderados de maneira adequada.

### 3.2 O CONTRATO ENQUANTO INSTRUMENTO DE GESTÃO DE RISCOS

Como apresentado anteriormente, uma das principais soluções apontadas para a mitigação dos riscos envolvidos na relação de investimentos é a construção de um contrato que possua mecanismos de controle e proteção das partes envolvidas. Tendo isso em vista, é importante analisar de maneira mais aprofundada a função do contrato enquanto instrumento de gestão de riscos.

Nas palavras de Orlando Gomes (2001, p. 10), o contrato é um “negócio bilateral, plurilateral que sujeita as partes à observância de conduta idônea à satisfação dos interesses que regularam”.

Dessa forma, destacam-se as partes e seus interesses como personagens principais deste negócio, que pode ser definido ainda pela ideia de um acordo de vontades que cria, modifica ou extingue uma relação jurídica de conteúdo patrimonial (Fernandes, 2012).

Os contratos regulam a relação jurídica que está sendo firmada e têm como uma de suas funções essenciais a gestão dos riscos envolvidos nessa relação. Segundo Paula Greco Bandeira (2016, p. 195):

As atividades econômicas privadas evidenciam, cada vez mais, que os contratos consistem em instrumento de gestão dos riscos econômicos que atingem sua execução. De fato, os negócios jurídicos levados a cabo pelos particulares, notadamente os contratos empresariais, têm por finalidade

repartir os riscos de determinada atividade econômica entre os contratantes, de modo a fixar as respectivas responsabilidades.

Ou seja, busca-se limitar a responsabilidade de cada uma das partes do contrato em relação a eventuais impactos que possam recair sobre a relação, prevendo-os e determinando as consequências e quem arcará com elas.

Em decorrência de tal alocação de riscos, define-se o que a autora denomina como sinalagma contratual, que se refere à correspectividade entre as prestações, de forma a revelar o equilíbrio da relação (Bandeira, 2016).

De acordo com o princípio do equilíbrio contratual, o contrato tem prestações equivalentes quando há respeito, cooperação e lealdade mútuos, de forma que não existem vantagens apenas de um lado, sendo da essência do contrato bilateral que a prestação e a contraprestação sejam equivalentes (Lopez, 2012).

No entanto, o equilíbrio contratual não se define meramente pelas prestações objetivas previstas em contrato mas pela relação jurídica como um processo, permitindo-se, por exemplo, que desiguais na relação sejam tratados também de forma desigual (Monteiro Filho e Rito, 2016).

Nesse sentido, para que se interprete a gestão de riscos realizada há de se considerar alguns elementos principais, quais sejam: o tipo contratual, podendo ser alocados riscos de acordo com os critérios previamente estabelecidos em lei mas também de maneira incomum à espécie contratual; a causa concreta do negócio, ou seja, os efeitos essenciais almejados; e a qualidade das partes e a atividade normalmente praticada por elas (Bandeira, 2016).

Além disso, é importante considerar que, mesmo que bem realizada, a análise dos riscos nem sempre permite que sejam eliminados, contribuindo os mecanismos contratuais para que sejam mitigados, sendo transferidos ou partilhados entre as partes (Mendes e Rodriguez, 2012).

### **3.2.1 Contratos de investimento em startups e a gestão de risco**

Tem-se no contrato um instrumento bastante estratégico para a formação e a regulação da relação empresarial, que poderá, a depender da gestão de riscos realizada, promover o crescimento da empresa ao mesmo tempo em que concede segurança para as partes. Isso se faz possível com uma boa análise de riscos e a

ponderação adequada dos interesses e das preocupações de cada uma das partes, de maneira a manter o equilíbrio do contrato.

No âmbito das relações objeto deste trabalho, quais sejam investidores e startups em estágio inicial, que normalmente optam por formalizar suas relações por meio de instrumentos conversíveis, isso se faz de extrema relevância. A mitigação de riscos nessa relação ocorre, em muitos pontos, por aspectos mais jurídicos do que negociais, fazendo parte dos mecanismos de controle que aparecem nos contratos de investimento (Fonseca e Domingues, 2018).

Nesse viés, um dos aspectos a ser considerado revela-se no elemento da incerteza inerente a essas relações. O contrato, nesse contexto, permite que se preveja quais serão as consequências para determinadas situações que podem afetar a relação, como também se pode, inclusive deliberadamente, optar por não regulá-las antecipadamente.

Outro ponto encontra-se na natureza conversível dos instrumentos mais utilizados. Nesse sentido, regula-se de maneira mais significativa o momento anterior à entrada do investidor no capital social da empresa. Ou seja, ainda não é sócio da empresa, mas quer ter alguns dos seus interesses e possivelmente controle sobre a empresa já tutelados.

Além disso, é importante considerar que a relação nessa posição pode durar anos, de forma que é regulada em todo o período até que haja a conversão por essas disposições contratuais.

Esses são alguns dos pontos a serem considerados na construção dos contratos de investimento, principalmente no que se refere à escolha das cláusulas contratuais de gestão de risco, como será apresentado a seguir.

### **3.2.2 Cláusulas contratuais de gestão de risco**

Como já observado, os contratos podem ter papel de extrema importância na mitigação dos riscos em um negócio jurídico e na relação entre investidor e startup isso não é diferente. Para além da escolha do tipo contratual, a determinação das cláusulas e, portanto, dos direitos ou deveres das partes, influenciam de maneira significativa na negociação e no andamento da relação entre elas.

Considerando o enfoque já determinado no que se refere às espécies contratuais, quais sejam os instrumentos conversíveis com destaque para o mútuo

convertível em participação societária, serão abordadas a seguir algumas das principais cláusulas presentes nesses contratos a fim de mitigar os riscos da relação.

### 3.2.2.1 *Escalonamento dos aportes de capital*

O escalonamento dos aportes de capital trata-se da possibilidade de fracionar o investimento a ser realizado em parcelas, a fim de reduzir os riscos do investimento. Para isso, pode ser determinado um progresso parcial específico para cada período, evitando a liberação de recursos sem que os objetivos do período sejam alcançados ou também o desalinhamento entre necessidade de recursos e as atividades desenvolvidas (Schapiro, 2012, *apud* Nones, 2017).

Ainda, defende-se que o escalonamento dos aportes, além de reduzir o risco, gera um esforço maior para os empreendedores (Wang e Zhou, 2002) e também funciona como um instrumento para regulamentar o monitoramento, já que estimula maiores coletas de informações a fim de que o investidor possa acompanhar os resultados.

Há que se considerar ainda que a periodicidade nos investimentos pode ser realizada por meio das diferentes rodadas de investimento, nas quais se espera já haver uma mudança na avaliação do valor da empresa (Davila, Foster e Gupta, 2001).

Nesse sentido, a periodização pode estar prevista em contrato, já sendo estipulado um pagamento parcelado dos aportes ou o condicionamento das parcelas ao atingimento de metas; ou não, podendo ocorrer de acordo com a opção do investidor em investir em outras rodadas de captação da empresa (Fonseca e Domingues, 2018).

### 3.2.2.2 *Vencimento antecipado*

Previstas nos contratos convertíveis, as cláusulas com as hipóteses de vencimento antecipado apresentam os eventos em que, caso ocorram, o crédito do investidor torna-se líquido, certo e exigível contra a startup. Esse tipo de cláusula é definida como coercitiva, podendo ser utilizada para exigir a recuperação por parte



do investidor do valor investido, incluindo fazendo uso de medidas de constrição judicial (Caminha e Coelho, 2023).

São exemplos de eventos que costumam ensejar o vencimento antecipado o descumprimento da destinação de recursos do capital investido, muitas vezes vinculado a um plano de negócios; a extinção, a liquidação ou a dissolução; a violação da cláusula de lock-up; o descumprimento de obrigação prevista em contrato, dentre outras (Caminha e Coelho, 2023).

Deve-se considerar ainda que o investidor poderá não conseguir recuperar o valor investido caso a empresa não tenha atingido o valor de mercado ou não possua patrimônio suficiente para arcar com o valor (Caminha e Coelho, 2023).

Nesse contexto, ainda que alguma das hipóteses de vencimento antecipado tenha sido atingida, é possível que o investidor opte por não exercer o seu direito e permaneça no empreendimento, ao entender que isso permitirá maior rentabilidade para o seu investimento (Barbosa e Pimenta, 2022).

### 3.2.2.3 *Preferência na liquidação*

A cláusula que prevê a preferência para o investidor na liquidação é bastante recorrente nos contratos de investimento. Ela tem como lógica principal o fato de que, na hipótese de venda da startup, existirá um valor mínimo a ser pago ao investidor antes que os outros sócios possam receber a sua parte do valor pago pela empresa (Lobo e Potenza, 2016).

Dessa forma, o investidor que detém o direito de preferência normalmente receberá, pelo menos, todo o valor originalmente investido antes que o grupo de sócios divida o valor total proporcionalmente à sua participação, o que se faz relevante principalmente quando a startup estiver sendo vendida por valor baixo, no qual todos sairão prejudicados (Caminha e Coelho, 2023).

Outro detalhe importante a ser considerado é que diferentes investidores podem requerer direito de preferência, de forma que os direitos poderão ser sobrepostos. Diante disso, faz-se necessário negociar e delimitar mecanismos de preferência entre os próprios investidores (Caminha e Coelho, 2023).

### 3.2.2.4 *Direitos de veto*

Outra prática comum em contratos de investimento é a presença de disposições que prevejam hipóteses de decisões de negócio que dependem de prévio consentimento por parte do investidor (Caminha e Coelho, 2023). Esses são os denominados direitos de veto e permitem que o investidor exerça uma espécie de monitoramento da startup.

Nesse contexto, costumam ser objeto do direito de veto matérias como: operações que possam afetar direitos de propriedade intelectual; concessão de garantias a terceiros; atos que resultem em efeitos na saúde financeira da empresa, como a obtenção de empréstimos; distribuição de dividendos (Caminha e Coelho, 2023), bem como mudança de direitos de acionistas, criação de nova classe de ações ou emissão de novas ações e transformações societárias (Feld e Mendelson, 2013).

Há de se considerar ainda que o exercício do direito de veto pode representar um custo para o empreendimento e, nesse sentido, Damodaran (2009, p. 49) afirma:

O poder de veto, ou seja, o poder de dizer não à ocorrência de um evento, protege os direitos da reivindicação patrimonial dotada do poder, mas o faz às custas do valor geral da empresa. Reduzindo a probabilidade de um evento específico (aquisição, abertura de capital), que pode aumentar o valor geral da empresa às custas de uma reivindicação específica sobre o patrimônio, reduzirá o valor esperado do negócio e, dessa forma, o valor de todas as reivindicações do negócio.<sup>13</sup>

Por fim, tendo em vista as modalidades contratuais aqui analisadas, as quais por sua natureza não devem possuir como objetivo o deslocamento do controle da startup, a cláusula com direitos de veto também não deve ser aplicada com esse intuito. Nesse sentido, a cláusula tem como finalidade permitir que os investidores consigam conduzir a startup para a direção que entendem ser a correta, sem ficar totalmente restritos à vontade da administração da startup (Barbosa e Pimenta, 2022).

---

<sup>13</sup> Redação original: "Veto power, i.e. the power to say no to an event occurring, does protect the rights of the equity claim endowed with the power, but it does so at the expense of overall firm value. By reducing the probability of a specific event (acquisition, initial public offering) that may increase overall firm value at the expense of a specific claim on equity, it will reduce the expected value of the business and thus the value of all claims on the business."

No entanto, existe um ponto de atenção: a existência de hipóteses de consentimento podem levar a distorções de controle quando comparadas com a porcentagem de participação do investimento, podendo inclusive levar a um controle sobre determinado tema ainda que a sua participação societária não seja tão significativa (Feld e Mendelson, 2013).

#### 3.2.2.5 *Antidiluição*

As cláusulas antidiluição têm como objetivo principal a manutenção da participação societária obtida por um investidor na ocasião de novas emissões de títulos conversíveis em participação societária ou subscrições de ações que podem resultar na redução da sua participação.

Normalmente, o direito antidiluição permite uma proteção no caso do chamado *down round*, em que são emitidas ações por um preço inferior ao praticado em rodada anterior (LAVCA, 2008). Nesse sentido, caso seja realizada uma rodada com ação a preço inferior, os investidores deverão receber o número de ações necessárias para que se mantenha a participação societária e compense a diferença do valor entre as ações (Berkery, 2008).

Além de gerar efeitos econômicos, esse tipo de cláusula pode impactar de maneira significativa na diluição dos fundadores e no controle que possuem sobre a startup.

#### 3.2.2.6 *Lock-up*

Considerando a ausência de histórico e de resultados expressivos, é comum dizer-se que o investimento em startups em estágios iniciais é, na verdade, um investimento no seu fundador. Ou seja, o investidor aporta recursos muitas vezes porque confia no potencial dos seus fundadores, de forma que é muito importante que se assegure a sua manutenção à frente do negócio pelo menos até um estágio maior de desenvolvimento da empresa (Reis, 2022). É com esse intuito que são previstas as cláusulas de *lock-up*.

Nesse viés, as cláusulas de *lock-up* buscam inibir que os fundadores saiam da sociedade alienando a sua participação societária até que seja concluído

determinado prazo ou sejam atingidas metas específicas (Silva, 2017), tendo em vista que somente nessas condições o indivíduo garantirá o seu direito à participação societária (Júdice e Nybo, 2016).

Diante de tais circunstâncias, as cláusulas deste tipo costumam prever que, caso saia antes de as condições estipuladas serem atingidas, a empresa poderá recomprar, pelo preço de emissão, os títulos de participação societária que ainda não haviam sido transferidos e garantidos pelo sócio, funcionando numa lógica de perda acionária (Júdice e Nybo, 2016).

### 3.2.2.7 *Declarações e garantias*

Outra cláusula importante no contexto de contenção de riscos, principalmente quando se refere a assimetria informacional é a cláusula de declarações e garantias.

Nesse tipo de cláusula, investidora e investida fazem afirmações no contrato, garantindo a sua veracidade para a outra parte. Principalmente em relação à startup, as informações prestadas a partir dessa cláusula permitem que o investidor obtenha uma visão completa das condições em que se encontra a empresa, inclusive no que se refere ao seu histórico.

Muitas vezes podem ser o resultado de um processo de due diligence pelo qual passou a startup, auxiliando no processo de avaliação e decisão por parte do investidor.

### 3.2.2.8 *Outras cláusulas de controle gerencial*

Com a finalidade de controlar as ações da empresa investida, os investidores ainda costumam negociar alguns outros direitos no que se refere ao controle gerencial da empresa. Os direitos a seguir mencionados podem ser solicitados, a depender da situação, tanto para o momento anterior à conversão do seu título, quanto para o momento posterior à sua entrada no capital social da companhia.

Um desses direitos recorrentemente solicitados é a possibilidade de indicação de membros para o conselho de administração da empresa. Dessa forma, permite-se uma influência direta em questões estratégicas, tendo em vista a possibilidade de opinar em decisões importantes da empresa.

Nesse viés, outra possibilidade é o direito de indicação do administrador financeiro da empresa investida. Com essa iniciativa, busca-se garantir a destinação dos recursos aportados, a presença de alguém de confiança que poderá evitar eventual manipulação de informações sobre os resultados da empresa, além de promover a profissionalização da equipe gerencial da empresa (Iha, 2003).

Mais um exemplo de influência na operação encontra-se na possibilidade de estabelecimento de regras para a remuneração do empreendedor. Com esse objetivo, normalmente estipulam-se condições para que seja remunerado proporcionalmente aos resultados da empresa ou ainda para que se possa realizar aumentos de acordo com o crescimento da empresa.

### **3.2.3 *Hard monitoring*: gestão de risco x controle da sociedade**

As cláusulas contratuais mencionadas constroem um arcabouço de direitos ao investidor, que passa a ter a possibilidade de interferir diretamente na organização e gestão da empresa. Dessa forma, em que pese sejam regras tradicionais para a contenção de riscos em contratos de investimento, faz-se necessário analisar de maneira crítica a sua aplicação, principalmente em relação a empresas de estágio inicial de desenvolvimento.

Nesse sentido, merecem destaque os limites entre os mecanismos de gestão de risco e a possibilidade de controle sobre a sociedade.

Um dos motivos para essa preocupação reside no conceito de investidor previsto no Marco Legal das Startups. Como já mencionado no capítulo anterior, o investidor, para os fins da lei, não é sócio nem possui qualquer direito de gerência ou voto na administração da empresa.

Em que pese existam críticas em relação à redação construída pelo legislador, entendendo que se estaria diante de uma contrariedade à ideia de capital intelectual agregado pelo investidor (Caminha e Coelho, 2023), fato é que a prática de alguns dos direitos normalmente concedidos aos investidores pode gerar riscos no que se refere à desconfiguração da posição de investidor.

A análise do que configura direito de gerência ou voto na administração da empresa pode levar à interpretação de que direitos como voto em reuniões de sócios e cadeira na diretoria poderiam ser vedados pela lei, sendo consideradas práticas de *hard monitoring* (Caminha e Coelho, 2023).

No que se refere ao investidor-anjo, em específico, a lei expressamente previu algumas possibilidades de intervenção por parte do investidor, permitindo a ação de forma consultiva e o acesso e monitoramento de contas e demonstrações financeiras<sup>14</sup>.

Práticas nesse sentido aproximam-se do chamado *soft monitoring*, que se caracteriza por uma tendência de mentoria, aconselhamento e participação ativa na gestão (Caminha e Coelho, 2023). Nesse sentido, observa-se tal posicionamento inclusive como uma tendência de mercado:

Consistentemente com argumentos anteriores, nós acreditamos que o tipo de monitoramento que toma espaço no mercado informal de venture capital é um “leve”, baseado não principalmente em mecanismos contratuais mas sim em envolvimento próximo na empresa por meio de visitas, interações com os empreendedores e outras técnicas de controle baseadas na confiança (Bonini, Capizzi, Valletta e Zocchi, 2009, p. 12).<sup>15</sup>

Nesse contexto, também deve ser observado mais atentamente o direito de veto previsto nos contratos de investimento, o qual permite um controle indireto considerado estratégico por parte dos investidores (Caminha e Coelho, 2023).

Em paralelo a isso, observa-se na criação de comitês consultivos a possibilidade de contornar de alguma forma as restrições realizadas pela lei, tendo em vista a emissão de decisões sem poder vinculativo e a permissão expressa no que se refere ao investimento-anjo (Caminha e Coelho, 2023).

Nesse viés, outro ponto interessante é a discussão acerca da possibilidade de aprovação de matérias pelo investidor enquanto credor a partir do mútuo conversível, no que se refere ao regimento das sociedades anônimas.

Esclarece-se, preliminarmente, que é lícito estabelecer que determinadas deliberações dependam da aprovação do credor, tendo em vista que o direito de voto não é um direito essencial dos acionistas, podendo haver a sua limitação por

---

<sup>14</sup> Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa. [...] § 4º O investidor-anjo: I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual; [...] IV - poderá exigir dos administradores as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico; e V - poderá examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso. [...]

<sup>15</sup> Redação original: “Consistent with our previous arguments, we believe that the type of monitoring taking place in the informal venture capital market is a “soft” one, not based mainly on contractual mechanisms but rather on close involvement in the relevant company through company visits, interactions with entrepreneurs, and other control techniques based on trust.”

vias contratuais (Eizirik, 2015). No entanto, apenas podem depender de consentimento do credor as matérias capazes de impactar no estado patrimonial da empresa (Eizirik, 2015), não podendo submeter-se ao prévio consentimento os objetos ordinários de administração e de gestão da companhia, nem os relativos à sua expansão (Carvalhosa, 2014).

Diante do exposto, adotando uma posição mais conservadora acerca das dúvidas expostas, podem ser apontadas como recomendações: a compreensão das opiniões dos investidores enquanto recomendações não vinculativas e a limitação da sua participação em deliberações acerca de matérias referentes à operação da empresa.

### 3.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS

Acerca do contrato de investimento enquanto mecanismo de gestão de riscos cabem ser retomados alguns dos conceitos definidos neste capítulo.

No processo de investimento em startups, os investidores, normalmente especializados, após conhecerem, analisam as possíveis investidas, apurando as informações necessárias e avaliando de acordo com os critérios adotados.

Neste momento, são confrontados recorrentemente pela dificuldade de obtenção de informações, tendo em vista a ausência de histórico de resultados e experiências anteriores por parte da empresa investida e dos seus empreendedores. Dessa forma, surge um dos primeiros indícios de assimetria informacional, que, se não bem contornado, poderá resultar em uma dificuldade de análise assertiva acerca da realização do investimento.

Nesse sentido, uma das principais alternativas nesse momento pré-investimento é a realização de uma análise completa da empresa, incluindo não só os dados da empresa em si, mas também dos seus empreendedores e do mercado no qual a empresa atua. Assim, levantam-se as incertezas e são consolidados os riscos presentes no negócio.

Da ponderação entre riscos e possíveis retornos é que se toma a decisão acerca do investimento. Nesse momento, ainda que se opte por acolher o risco apurado, os investidores buscam mitigar os riscos inerentes à operação, utilizando como um dos seus principais instrumentos o contrato de investimento. No

documento, as partes alocam os riscos e definem as consequências para a ocorrência de determinados eventos que podem impactar a execução do contrato.

A fim de garantir a consecução dos interesses do investidor, costumam ser pactuados mecanismos contratuais de controle sobre o investimento, a partir dos quais o investidor recebe algumas possibilidades de resguardar o valor investido ou até mesmo interferir em aspectos da estratégia e operação da empresa.

Nesse ponto, cabe destacar alguns questionamentos identificados quanto ao limite da atuação do investidor junto da empresa, que poderá ser considerada extrapolada quando da realização de ações que configurem gerência ou direito a voto.

Portanto, há que se considerar a importância dos mecanismos contratuais para a gestão dos riscos existentes nas relações de investimento em startups, ressalvada, porém, a cautela na escolha dos mecanismos, a fim de que cumpram a sua função de maneira assertiva.



#### 4 NOVAS PERSPECTIVAS PARA O COMPARTILHAMENTO DE RISCO NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Conforme apresentado nos capítulos anteriores, consolidaram-se na prática do mercado de investimento em startups diversos mecanismos contratuais que visam conter os riscos presentes em tais relações, principalmente no que se refere aos riscos da parte investidora.

No entanto, considerando as características peculiares do investimento em startups em estágio inicial, é salutar para o desenvolvimento do mercado explorar demais possibilidades de mecanismos contratuais que possam equilibrar as garantias concedidas, em uma espécie de compartilhamento de riscos.

Com o intuito de refletir acerca de novas perspectivas para a redação dos contratos de investimento, serão analisados 3 exemplos de modelos de mercado, disponibilizados publicamente na internet. Tal escolha se deu tendo em vista a disponibilidade para acesso e compartilhamento; por serem modelos promovidos por agentes relevantes de mercado; e ainda por promoverem alterações nas estruturas mais tradicionais dos contratos de investimento, de forma que representam exemplos interessantes para a compreensão da possibilidade de compartilhamento dos riscos e maior equilíbrio na dinâmica contratual.

Os mencionados modelos são: (i) o *Simple Agreement for Future Equity* (SAFE), contrato desenvolvido e disponibilizado pela aceleradora norte-americana YCombinator em seu site<sup>16</sup>; (ii) o Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MISTO), contrato elaborado em conjunto pelos escritórios de advocacia Pinheiro Neto Advogados, Gunderson Dettmer e Bronstein, Zilberberg, Chueiri e Potenza Advogados, em iniciativa promovida pela Latitud, empresa que agrega produtos voltados para startups em captação de investimento e que disponibilizou o documento em seu site<sup>17</sup>; e (iii) o contrato de investimento utilizado pela plataforma de *Equity Crowdfunding* denominada Kria, tendo sido selecionado o modelo apresentado para formalização do investimento na startup Positiv.a, conforme página de divulgação do investimento<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Documento disponível em: <https://www.ycombinator.com/documents>. Acesso em: 10 out. 2023.

<sup>17</sup> Documento disponível em: <https://www.latitud.com/misto>. Acesso em 10 out. 2023.

<sup>18</sup> Documento disponível em:

[https://app.kria.vc/agents/users/offers/440?utm\\_campaign=Site&utm\\_medium=home&utm\\_source=Kria](https://app.kria.vc/agents/users/offers/440?utm_campaign=Site&utm_medium=home&utm_source=Kria). Acesso em 10 out. 2023.

Antes de adentrar especificamente na análise da redação dos documentos mencionados, com o destaque para determinados elementos da sua construção, serão realizados alinhamentos preliminares. Num primeiro momento, serão apresentados alguns dos critérios a serem utilizados na análise dos documentos e, em seguida, serão introduzidos os documentos selecionados.

Então, por fim, serão analisados os documentos em si, com foco em determinados elementos textuais.

#### 4.1 CRITÉRIOS PARA ANÁLISE DAS INOVAÇÕES CONTRATUAIS

Para analisar a redação dos documentos aqui propostos, utilizar-se-á de algumas perspectivas principais. Para além de toda a literatura já exposta neste trabalho, ganharão destaque especial as necessidades e condições específicas das startups em estágio inicial; bem como serão abordados os ideais desenvolvidos pelos autores norte-americanos John F. Coyle e Joseph M. Green em sua pesquisa sobre inovação contratual nos contratos de *Venture Capital*.

Coyle e Green (2014), ao pesquisar sobre os novos contratos dentro do *Venture Capital*, exploraram diferentes teorias que explicam os motivos que obstam a inovação nessa área. Como conclusão desse estudo, entenderam que os principais obstáculos, seriam: (i) *sticky default rules*, aqui traduzidas como “regras padrões estabelecidas”; (ii) *learning benefits* ou “benefícios de compreensão”; (iii) *network benefits* ou “benefícios de *networking*”; (iv) *weak intellectual property protection* ou “proteção fraca da propriedade intelectual”; e (v) *inertia* ou “inércia”.

As regras padrões estabelecidas referem-se à existência de padrões nas redações das documentações com as quais as partes já estão acostumadas e que, em função disso, caso fossem modificadas, poderiam gerar uma reação adversa na outra parte, que poderia ficar relutante com a sua adaptação (Coyle e Green, 2014).

Muito alinhados com o ponto anterior, os *learning benefits*, aqui traduzidos como benefícios de compreensão, referem-se às vantagens decorrentes do uso reiterado de um contrato com o passar do tempo, de forma que já foi por diversas vezes analisado, e que, em função disso, já possui os seus termos interpretados e compreendidos de maneira clara (Kahan e Klausner, 1997, *apud* Coyle e Green, 2014).

O obstáculo seguinte são os *network benefits*, ou benefícios do *networking*, que são alcançados conforme um maior número de pessoas é impactado por um determinado contrato. Nesse sentido, o obstáculo surge tendo em vista a possibilidade de o modelo contratual não ser adotado por um grande número de pessoas (Coyle e Green, 2014). Segundo Coyle e Green (2014):

Esse ponto é especialmente importante no mundo do *venture capital*, em que modelos de contratos padronizados são a regra. A pressão para minimizar atritos e economizar em honorários advocatícios gera um acordo generalizado de usar esses modelos sem fazer muita negociação, levando a menos inovação por advogados e pessoas afins.<sup>19</sup>

Já o obstáculo referente à proteção fraca da propriedade intelectual surge tendo em vista a facilidade em se copiar contratos, de forma que os seus idealizadores possivelmente não terão um retorno que compense de maneira satisfatória os investimentos realizados no seu desenvolvimento (Coyle e Green, 2014).

Por último, tem-se a inércia, a qual a manifesta tendo em vista a facilidade e a comodidade em manter-se com os padrões já estabelecidos no mercado (Coyle e Green, 2014).

Em sua pesquisa, Coyle e Green (2014) também exploraram quem são os agentes de mercado mais prováveis de promover a inovação contratual, que são os usuários dos contratos, em especial as empresas jovens, crescentes e grandes e aquelas que possuem departamentos jurídicos; serviços intermediários de alto volume como escritórios de advocacia; e associações.

Inclusive considerando os itens pontuados na pesquisa, servirão de critério para análise dos documentos neste capítulo as práticas comuns dos contratos de investimento.

Nesse contexto, é importante ainda considerar as diferenças existentes entre os tipos de investidores e os direitos normalmente concedidos a cada um deles.

Em pesquisas como a realizada por Wong, Bhatia e Freeman (2009), identificou-se que investidores que investem montantes menores, como investidores anjo, apesar de também utilizarem mecanismos de controle e contenção de risco, têm seus contratos formulados com direitos distintos e não tão complexos quanto os

---

<sup>19</sup> Redação original: "This point is especially important in the world of venture capital finance, where standardized form contracts are the norm. Pressure to minimize friction and save on legal fees yields widespread agreement to use these forms without much negotiation, leading to less innovation from lawyers and parties alike."

dos fundos de investimento. Nesse sentido, tipicamente não recebem direito a participação em conselho, escalonamento dos aportes e outras cláusulas contratuais mais rígidas.

## 4.2 NOÇÕES INICIAIS SOBRE OS MODELOS DE CONTRATO EM ANÁLISE

### a) **SAFE: Simple Agreement for Future Equity**

O *Simple Agreement for Future Equity*, em tradução livre Acordo Simples para Participação Futura, popularmente denominado SAFE, foi desenvolvido e disponibilizado na internet pela aceleradora norte-americana YCombinator.

O SAFE foi desenvolvido como uma derivação das clássicas notas conversíveis norte-americanas e tem como lógica fundamental o fato de que o investidor aporta valores na empresa, tendo como contrapartida o direito de receber ações da empresa em uma rodada de financiamento futuro, desde que certas condições contratuais sejam cumpridas (Coyle e Green, 2018).

Na tentativa de definir a natureza do documento, os autores norte-americanos John F. Coyle e Joseph M. Green (2018, p. 46) afirmam:

A combinação única de atributos significa que é difícil classificar o SAFE como débito ou participação. Faltam dois dos elementos essenciais de um instrumento de débito: a previsão de juros e uma data de vencimento. Também não parece ser equity porque não concede ao investidor os direitos que são tipicamente associados com a participação societária, como o direito de receber dividendos or votar em questões relacionadas à governança da empresa. O SAFE é melhor conceituado como a derivação de um contrato de participação em que se compromete com capital para a empresa hoje em troca do direito de receber ações da empresa em um evento de financiamento futuro se certas condições contratuais forem cumpridas. Se esse financiamento futuro nunca ocorrer, então o SAFE provavelmente não terá valor. Se esse financiamento futuro ocorrer, então o SAFE será convertido em ações emitidas pela empresa no momento deste financiamento - tipicamente ações preferenciais - com um desconto no preço que o novo investimento está pagando pelas mesmas ações.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Redação original: "The unique combination of attributes means that it is difficult to classify the SAFE as either debt or equity. It lacks two of the key hallmarks of a debt instrument: an interest provision and maturity date. It also does not appear to be equity because it does not give the investor the rights that are typically associated with holding equity, such as the rights to receive dividends or to vote on matters relating to the governance of the corporation. The SAFE is best conceptualized as an equity derivative contract by which the investor commits capital to the company in a future financing if certain contractual conditions are met. If this future financing comes to pass, however, then the SAFE will convert into the securities issued by the company pursuant to this financing – typically convertible preferred stock – at a discount to the price that the new investor is paying for the same stock."

Atualmente, no entanto, o modelo disponibilizado pela aceleradora não mais utiliza a lógica de desconto sobre a futura avaliação da empresa, mas sim já prevê uma avaliação atual máxima que será utilizada para o cálculo das ações às quais o investidor terá direito em evento futuro.

A propagação do documento deu-se num contexto em que se entendia que as notas conversíveis, em função da sua natureza de débito, estavam de certa forma obstando o crescimento de um setor que depende de altos retornos, tendo em vista que o acúmulo de juros e o seu pagamento por meio de participação criavam uma espécie de hipervalorização da posição de investidor (Chaves, 2023). Nesse sentido, a existência de uma data específica de vencimento representava uma insegurança para o ecossistema, tendo em vista que, apesar de haver uma prática reiterada de não cobrar tais quantias, a possibilidade existia e tal direito poderia ser exercido (Coyle e Green, 2018).

Em seu site<sup>21</sup>, a aceleradora disponibiliza seis modelos distintos de SAFE: três elaborados para aplicação por empresas norte-americanas, sendo um desenvolvido pela lógica de avaliação da empresa após o investimento sem desconto, outro sem determinação de avaliação máxima da empresa mas com desconto e um terceiro sem avaliação e sem desconto mas com cláusula de “*most favored nation*”, conforme a qual se aplicará ao investidor as melhores condições de investimento concedidas em rodadas posteriores; além de documentos adaptados para a realidade das jurisdições do Canadá, das Ilhas Cayman e de Singapura, todos eles construídos sobre a lógica de avaliação após o investimento sem desconto.

Além disso, a aceleradora também conta com documentos anexos que podem complementar as disposições do documento principal. Com essa finalidade, foram disponibilizados modelos das chamadas *Side Letters*, que concedem os denominados direitos de pro rata, a partir dos quais o investidor recebe a garantia de realizar investimentos adicionais em rodadas de investimentos subsequentes a fim de manter a sua participação societária.

Tendo em vista ser a lógica de aplicação mais recorrente entre os modelos disponibilizados, serão utilizados para análise aqueles que preveem a lógica de avaliação após o investimento sem desconto, conforme apresentado no Anexo A.

---

<sup>21</sup> <https://www.ycombinator.com/documents>

Ainda, é importante esclarecer que, como foi possível perceber, não foi desenvolvida pela YCombinator uma versão adaptada à realidade brasileira. Apesar disso, tendo em vista a expressividade da sua aplicação principalmente nos Estados Unidos, país que costuma influenciar os demais no que se refere a captação de investimentos, faz-se relevante analisar as disposições do documento e a possibilidade da sua utilização no Brasil.

#### **b) Misto: Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados**

Divulgado no segundo semestre de 2023, o Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados, denominado MISTO, foi desenvolvido pela Latitud, empresa que agrega produtos voltados para startups em captação de investimento, e elaborado pelos escritórios de advocacia Pinheiro Neto Advogados, Gunderson Dettmer e Bronstein, Zilberberg, Chueiri e Potenza Advogados.

O documento propõe-se a ser um instrumento de captação *open source*, com linguagem simples e objetiva, que se localiza como intermediário entre o SAFE e o mútuo conversível em participação societária tradicional. Apesar de ser um instrumento de dívida, assim como os mútuos tradicionais, possui como diferencial o fato de não possuir previsão de juros impostos ao valor do investimento.

No site da Latitud<sup>22</sup>, foram disponibilizados dois modelos distintos, sendo utilizado, em um deles, a avaliação da empresa após o investimento; e outro que utiliza a avaliação da empresa em rodada subsequente com desconto. Para os fins deste trabalho, será analisado o modelo referente à avaliação após o investimento, conforme apresentado no Anexo B.

Além disso, também foram apresentados pela empresa documentos auxiliares que podem ser utilizados em conjunto com o documento principal, como o “Acordo pro rata”, que concede direito ao investidor de investir em rodadas subsequentes.

#### **c) Contrato de Investimento da plataforma de *Equity Crowdfunding* “Kria” para investimento na startup “Postiv.a”**

---

<sup>22</sup> <https://www.latitud.com/misto>

Outro modelo que será levado em consideração será o contrato de investimento utilizado pela plataforma de *Equity Crowdfunding* denominada Kria no caso da startup “Positiv.a”.

A Kria disponibiliza em sua plataforma oportunidades de investimento em startups, descrevendo as condições nas quais se dará tal investimento. Os interessados analisam tais condições, inclusive o contrato utilizado, e então decidem realizar o investimento.

Para os fins deste trabalho, selecionou-se o contrato apresentado para o investimento na startup Kria, o qual, na sua página de apresentação<sup>23</sup>, é denominado como da modalidade “SAFE”. Apesar de possuir semelhanças com o documento já apresentado, cumpre esclarecer que o modelo utilizado pela plataforma é uma versão adaptada para a realidade brasileira, não se encontrando relação direta com os modelos disponibilizados pela aceleradora norte-americana.

#### 4.3 ANÁLISE DOS CONTRATOS

##### 4.3.1 Natureza dos contratos

Inicialmente, cumpre analisar a natureza dos contratos de investimento e os impactos desta determinação na relação estabelecida pelas partes.

O SAFE, como já anteriormente mencionado, possui uma natureza indefinida, mas que se posiciona de maneira mais voltada para a natureza enquanto participação. O mesmo acontece com o contrato de investimento da plataforma de *equity crowdfunding*, que também eliminou os principais elementos caracterizadores de um débito.

Já o MISTO mantém a natureza dos contratos de investimento mais tradicionais do mercado brasileiro, qual seja de débito, sendo um mútuo conversível.

Da opção pela natureza do mútuo conversível, no que se refere à sua natureza, podem ser apontados como benefícios (i) a segurança do investidor, que tem assegurado a possibilidade de que o mútuo seja pago em dinheiro; (ii) a alta recorrência no mercado; e a (iii) previsão expressa em lei.

---

<sup>23</sup>

[https://app.kria.vc/agents/users/offers/440?utm\\_campaign=Site&utm\\_medium=home&utm\\_source=Kria](https://app.kria.vc/agents/users/offers/440?utm_campaign=Site&utm_medium=home&utm_source=Kria)

Num primeiro momento, é importante destacar que o MISTO, por ser construído sob a natureza de débito, possui a possibilidade de maior aceitação, tendo em vista ser o modelo comumente utilizado pelo mercado, de forma que os agentes envolvidos na sua aplicação, sejam empreendedores, investidores e até mesmo seus advogados, possuem familiaridade e, portanto, o interpretam com mais facilidade.

Dessa forma, ao analisar os critérios da pesquisa de Coyle e Green, é possível perceber que, quanto à natureza, os elementos referentes às regras padrões estabelecidas e os benefícios de compreensão não parecem representar obstáculos tão significativos. Isso porque não ocorre uma modificação nos padrões normalmente praticados pelo mercado e os termos referentes à natureza do contrato já são conhecidos pelas partes.

Por outro lado, quando da análise do documento SAFE e do contrato da Kria, a natureza do contrato pode levar num primeiro momento a uma ideia de insegurança para os investidores que o recebem.

Principalmente no que se refere ao SAFE, a interpretação quanto à natureza do contrato ainda gera dúvidas. Tal ausência de clareza pode gerar insegurança sobre as possíveis interpretações quanto ao documento.

Além disso, há que se considerar que a lógica proposta é mais benéfica para o empreendedor, já que retira os elementos essenciais do mútuo, quais sejam a possibilidade de pagamento em uma data pré-determinada. De acordo com o SAFE, o valor do documento somente será pago em dinheiro em duas situações: em um evento de liquidez, que se caracteriza por uma mudança no controle da empresa ou por uma oferta pública de capital; ou na ocasião de uma dissolução da empresa, que pode se dar de forma voluntária ou por liquidação ou dissolução, de forma voluntária ou não. Dessa forma, não acontecendo nenhuma das situações mencionadas, o documento somente poderá ser convertido em participação societária.

Lógica semelhante foi aplicada ao documento da plataforma Kria, que também possui hipóteses limitadas para pagamento em dinheiro, como por exemplo o evento de dissolução. Uma das principais mudanças em relação ao SAFE é que o documento da plataforma possui uma data de vencimento, na qual haverá a conversão automática em participação societária.

Um ponto interessante nesse sentido é que, conforme já mencionado, o interesse principal dos investidores não costuma ser o pagamento do título



convertível em valor monetário, de forma que a limitação da possibilidade de pagamento em dinheiro poderia não ter tanto impacto na prática.

Ainda assim, é importante considerar a possibilidade de resistência dos investidores quando confrontados com documentos com modelos similares ao SAFE no que se refere à sua natureza, tendo em vista que o documento altera parcialmente a lógica das regras padrões estabelecidas e não é um documento com o qual os investidores brasileiros costumam ter tanto contato, podendo esbarrar no obstáculo quanto aos benefícios de compreensão.

#### **4.3.2 Mecanismos de conversão e vencimento**

Já parcialmente abordado no tópico anterior, os mecanismos de conversão representam parte essencial dos contratos de investimento em questão.

Tendo em vista ter sido fortemente influenciado pela redação do SAFE, o Misto possui várias similaridades quanto aos eventos que ensejam a conversão do documento em participação societária. Em ambos, considera-se evento de conversão a ocorrência de uma rodada de captação, também chamada de rodada *equity*, que se configura quando a empresa realiza uma série de operações para captação de investimentos no qual emite ações da empresa, ocorrendo uma venda direta de participação societária. Importante considerar que nos dois documentos, bem como no documento da plataforma Kria, a ocorrência de uma rodada *equity* não enseja a opção de conversão, mas sim a obrigatoriedade, não cabendo ao investidor decidir pelo recebimento do valor do mútuo em dinheiro.

No entanto, o Misto tem justamente na sua cláusula de conversão uma das suas principais diferenças em relação ao SAFE, já que prevê como outra hipótese de conversão a conversão por vencimento. Ou seja, caso na data de vencimento do documento não houver ocorrido a conversão ou o pagamento do mútuo, o investidor poderá optar pela conversão em participação societária. Porém, caso seja do seu interesse, poderá exigir o pagamento do valor do mútuo em dinheiro.

Tal alteração em relação ao SAFE mostra-se significativa, já que aproxima o documento às versões mais tradicionais do mútuo convertível. Ao mesmo tempo, pode ser considerada mais conservadora, tendo em vista que retira do empreendedor a segurança de não poder ter tal valor sendo exigido de si, o que

havia sido uma das motivações para criação do documento; e concede ao investidor tal direito.

O Misto, porém, ainda conta com uma possível modificação: quando da sua aplicação, as partes poderão optar por adicionar um trecho sugerido que prevê a extensão automática da data de vencimento. Dessa forma, caso não tenha havido a conversão do documento, reembolso ou pré-pagamento do mútuo até a data de vencimento, o vencimento é automaticamente prorrogado, sendo assegurado, no entanto, o direito de conversão por parte do investidor. Ou seja, caso o investidor opte por não converter, não se faz necessário qualquer ação pelas partes, o que evita novas discussões e trabalho operacional entre os envolvidos.

Em uma posição intermediária encontra-se o documento da Kria. Como já apresentado, o documento também possui uma data de vencimento, mas quando atingida, o investidor não possui a opção de que haja o pagamento em dinheiro, sendo automática a conversão em participação societária.

Com isso, alcança-se uma solução que pode ser benéfica para ambas as partes nessa relação, aproximando-se de um compartilhamento de riscos. Tem-se isso já que concede maior tranquilidade para o empreendedor, que não precisará se preocupar com a possibilidade de pagamento em dinheiro, mas, em comparação com o SAFE, que não possui data de vencimento, concede mais segurança ao investidor, que possui assegurado de maneira objetiva o seu direito à conversão em participação societária.

Diante do exposto, cabe mais uma vez retomar a análise dos modelos quanto aos critérios da inovação contratual. A redação do Misto no que se refere a conversão e vencimento pode ter maior aceitação dos agentes do mercado, tendo em vista que se aproxima mais das regras padrões já aceitas pelo mercado e com as quais possuem familiaridade. Ainda assim, inova ao prever que em uma rodada *equity* haverá a conversão obrigatória do documento, retirando do investidor a possibilidade de exigir o pagamento em dinheiro, o que poderá causar certa resistência.

No entanto, a possibilidade de resistência aumenta ao tratar-se das disposições de conversão do SAFE e do documento da Kria, já que em nenhuma das redações o investidor possui a opção de receber valor em dinheiro por eventos da sua escolha. Nesse sentido, considerando a posição de força na qual se encontra

o investidor nas negociações, principalmente em rodadas de captação iniciais, a conversão nos moldes propostos pode encontrar dificuldades.

No entanto, ao buscar redação que possa beneficiar ambas as partes, que poderão ter que ceder em alguns dos seus interesses a fim de alcançar solução em que ambas encontram-se satisfeitas, a lógica prevista no documento da Kria pode ser interessante.

#### **4.3.3 Incidência de juros**

Um dos principais destaques de inovação contratual do Misto em comparação com os documentos tradicionais de mútuo conversível é a ausência de incidência de juros sobre o valor do empréstimo.

Dessa maneira, ainda que o pagamento seja realizado em dinheiro, terá um impacto menos significativo quanto o pagamento com juros, além de conferir maior previsibilidade para o empreendedor. Além disso, mais uma vez, considerando o interesse principal do investidor que deve ser a conversão do investimento, a não incidência de juros poderia não representar um entrave tão significativo dentre as modificações propostas.

No entanto, há que se considerar que esta é uma das principais características de um contrato de mútuo, sendo um elemento esperado quando da análise desse tipo de documento. Diante disso, é esperada certa resistência quanto à inovação analisada, já que altera uma das principais regras padrões dos mútuos.

#### **4.3.4 Cláusulas de proteção do investimento**

Para além das cláusulas principais caracterizadoras do documento, cumpre tratar ainda da presença dos mecanismos contratuais de contenção de risco, bem como destacar algumas das demais disposições presentes nos documentos analisados.

No que se refere ao direito de preferência na liquidação, é importante indicar que todos os três documentos analisados preveem a aquisição, por parte do investidor, de ações preferenciais, de forma que gozarão do direito de preferência na liquidação.

Já quanto à cláusula de declarações e garantias, tanto o Misto quanto o documento da Kria apresentam disposições que cumprem intuito similar a este tipo de mecanismo. No caso do Misto, a cláusula limitou-se a questões formais como a capacidade de contratar e a confirmação de que não a pactuação do contrato não representa violação a lei. Além disso, exige-se que o empreendedor declare que tem direitos sobre a propriedade intelectual da empresa e que o investidor confirme que tem capacidade para avaliar os riscos referentes à pactuação do contrato, tendo condições de suportar a perda integral sem comprometer a sua situação financeira e o risco econômico como um todo.

Já a plataforma Kria optou por tratar, junto das declarações, sobre as obrigações da empresa investida. Nesse ponto, firmou-se o compromisso de aplicar os recursos conforme plano de negócios apresentado pela empresa; compartilhar a evolução de indicadores-chave de performance alinhados pelas partes a cada três meses, que podem incluir posição de caixa, receita média mensal, faturamento do último trimestre, dentre outros; submeter os empreendedores a compromisso de não concorrência pelo prazo de 2 meses contados da alienação da sua participação societária; submeter os diretores a regime de dedicação exclusiva; firmar com a equipe da empresa documentos que asseguram a propriedade intelectual detida pela empresa; e ainda a indicação de um representante dos investidores para a composição do Conselho de Administração, após a conversão do documento.

Retomando à redação do Misto, outra disposição interessante refere-se à confirmação de que o investidor não tem, antes da conversão, direito de votar ou qualquer outro direito de acionista da empresa; inclusive não representando o contrato a concessão de qualquer direito para outorgar ou negar consentimento com relação a qualquer ato societário ou para receber notificação de reuniões.

Portanto, não foi concedido, por exemplo, direito a veto em relação a nenhum tipo de matéria. Isso também ocorreu no caso do SAFE e do documento da Kria.

Dessa forma, limita-se as possibilidades de controle sobre a operação da empresa antes da conversão do investimento em participação societária, permitindo que a empresa possua maior liberdade na sua tomada de decisão.

No que se refere ao documento da Kria, foi possível identificar alguns direitos adicionais que não foram concedidos nas redações do SAFE e do Misto, os quais são apresentados abaixo.

Um dos pontos refere-se à limitação em relação à destinação e utilização dos recursos obtidos a partir da captação de investimentos. Nesse sentido, determinou-se que os recursos deveriam ser aplicados na execução do plano de negócios apresentados pela empresa, sendo vedado o uso para fins estranhos ao objeto social e a atividade empresarial, para o pagamento de remunerações exorbitantes, que se enquadram fora dos padrões de mercado, e ainda para fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação minoritária em outras sociedades, sendo, no entanto, permitida a aquisição de controle de outras sociedades; aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou concessão de crédito a outras sociedades.

Tal direito mostra-se bastante relevante para que o investidor possa alinhar os seus interesses com os empreendedores, tendo maior controle das estratégias que foram traçadas pelo empreendedor e evitando que haja uma recondução das ações para rumos que estejam em desacordo com isso.

Dessa forma, além de promover relação de maior transparência, evita-se maiores preocupações quanto a eventuais conflitos de interesses com os quais podem se confrontar os empreendedores que estão à frente da empresa.

Nesse contexto, ressalta-se o compromisso anteriormente mencionado de compartilhamento dos dados referentes aos resultados da empresa, de maneira a reduzir a assimetria informacional. Dessa forma, ainda que no caso deste documento o investidor não possa optar por não converter o título em participação societária, poderá ter uma visão mais adequada da realidade da empresa e com isso traçar estratégias mais assertivas, tanto para auxiliar a empresa de acordo com as suas necessidades quanto para desenhar possibilidades de desinvestimento.

Outra restrição relevante no que se refere às estratégias da empresa encontra-se na limitação prevista para o ritmo de queima de caixa operacional a um valor determinado do caixa disponível por mês, a fim de garantir que os recursos captados não sejam consumidos em menos de 12 meses.

Tal direito, em comparação com os demais, representa uma ingerência mais significativa em relação à operação da sociedade, mas também fornece indícios importantes sobre os resultados e a capacidade de gestão por parte da empresa.

Além disso, alguns outros direitos relevantes foram concedidos aos investidores, tendo sido um deles a proteção contra a diluição no caso de *downround*, de forma que, caso haja novo investimento com valor inferior à

avaliação da empresa prevista no contrato, deverá haver a recomposição da participação do investidor, de forma a equiparar a sua participação à condição imediatamente anterior à rodada de investimentos.

Previu-se também o direito de preferência, segundo o qual, no caso de emissão de novos títulos conversíveis, títulos de investimento ou qualquer outro instrumento de captação de recursos, os investidores poderão adquirir ou subscrever e integralizar, novos valores mobiliários, títulos ou instrumentos, nas condições propostas, proporcionalmente às participações societárias.

Ainda, cumpre mencionar a presença de cláusula de *tag along*, de forma que os investidores passam a ter direito de exigir que, caso haja a compra da participação dos sócios controladores, tal venda inclua a participação detida pelos investidores; de cláusula de *drag along*, a partir da qual os sócios controladores passam a ter o direito de exigir a venda da participação societária por parte dos investidores em determinadas hipóteses especificadas; além da cláusula de *put option*, segundo a qual os investidores possuem o direito de vender todas as ações pelo valor de R\$1,00.

Dessa forma, tem-se três realidades distintas quanto aos direitos concedidos aos investidores, sendo duas delas bastante restritivas quanto à concessão de direitos, quais sejam o Misto e o SAFE, e uma terceira que complexificou os mecanismos de controle e contenção de risco.

Ao analisar-se isoladamente a aplicação dos mecanismos de contenção de risco no que se refere aos obstáculos da inovação contratual, espera-se maior resistência quanto aos documentos mais restritivos, já que alteram a realidade padrão dos documentos de investimento brasileiros, que costumam apresentar mais mecanismos restritivos quanto à operação da empresa. Ao mesmo tempo, há de se considerar que são documentos de redação simples e, portanto, não apresentam grandes entraves para sua interpretação e compreensão.

Já o documento da Kria, ao inserir mais elementos de controle, intensifica a ingerência por parte do investidor e apresenta limitações à atuação por parte do empreendedor. Dessa forma, ainda que não seja uma redação tão benéfica para o empreendedor, apresenta elementos que podem contribuir com a aceitação do documento como um todo.

#### **4.2.5 Considerações sobre os mecanismos contratuais de compartilhamento de risco nos modelos analisados**

Conforme é possível inferir, os documentos apresentados buscam amenizar os impactos dos mecanismos de contenção de risco sobre a empresa, almejando uma redação mais benéfica para o empreendedor.

Tal alteração nas configurações mais tradicionais dos documentos de investimento revela-se de extrema importância para o mercado de investimento em startups em estágio inicial, as quais possuem um grande risco inerente, ao mesmo tempo em que não costumam possuir estrutura adequada para rotinas mais densas de governança, por exemplo.

Nesse sentido, em relação às startups, tendo em vista serem caracterizadas como empresas ágeis, simplificadas e enxutas, nem sempre há viabilidade de que sejam adotadas práticas de governança corporativa (Silva, 2016).

Tal compreensão permite que os contratos sejam elaborados de maneira mais assertiva à realidade desse tipo de empresa, que possui na dinamicidade uma de suas características principais. Ou seja, impor rotinas de controle mais restritivas sobre a sua operação e tomada de decisão pode ser inclusive maléfico para o seu desenvolvimento, já que estabelece entraves para que movimentos estratégicos sejam realizados.

Nesse contexto, destaca-se a não inclusão de cláusulas com direitos de veto, que costumam limitar de maneira relevante a atuação dos empreendedores frente à empresa, ou ainda outras possibilidades de interferência nas decisões como a indicação de membros para o conselho de administração da empresa, indicação de administrador financeiro da empresa ou ainda o estabelecimento de regras para a remuneração do empreendedor - em que pese em um dos documentos tenha-se determinado a razoabilidade dessa remuneração. Dessa maneira, inclusive reduz-se a preocupação quanto a eventual entendimento de que a posição do investidor está extrapolando os limites da sua função.

Ao fazer isso, constrói-se uma realidade de maior propensão ao risco e nisso reside uma das principais motivações quanto à escolha pela adoção de determinados mecanismos contratuais. Partindo da premissa de que o objetivo maior do investidor em startups de estágio inicial seja a conversão em participação

societária, sem se expor desde um primeiro momento ao perfil de sócio da empresa, tem-se que todos os três documentos atendem essa possibilidade. Dessa forma, aceitar a realização do investimento por um documento como o SAFE, por exemplo, apresenta indícios de que o investidor está mais propenso a arcar com os riscos do investimento.

O que se pretende aqui é propor uma análise mais crítica quando do desenvolvimento e utilização de um contrato de investimento em startups, de forma que, sempre que possível, aproxime-se de redações que proponham uma relação de compartilhamento de riscos entre empreendedor e investidor. Isso porque, tratando-se de startups em estágio inicial, os empreendedores também encontram-se expostos a níveis altos de risco, de forma que a construção de uma redução com maior equilíbrio entre as partes pode possuir impacto positivo no desenvolvimento e confiança da relação.

A ausência de mecanismos de controle expressos, no entanto, não encontram correspondência com a impossibilidade de participação e contribuição do investidor no desenvolvimento da empresa. Tendo em vista os indícios de que o crescimento dos resultados da empresa e, em consequência disso, do retorno do investimento, encontra relação com as contribuições do investidor em atuação próxima do empreendedor, faz-se de extrema importância que isso seja possibilitado. Nesse sentido, a previsão de direitos à informação, como inclusive apresentado no documento da Kria, pode ser benéfica.

Dessa forma, cumpre compreender no momento da construção do instrumento de investimento qual o perfil dos investidores que participarão da captação de investimentos. Nesse sentido, a fim de que o contrato não represente um obstáculo para a realização do investimento, é necessário analisar a relação a ser adotada entre propensão a risco e o nível de complexidade dos mecanismos de controle de investimento.

Além disso, é relevante analisar o momento do desenvolvimento da startup, podendo ser propostas redações com mecanismos de menor complexidade, a fim de adequar-se à realidade da empresa.

Outro ponto interessante a ser analisado é a participação societária à qual terá direito o investidor. Nesse sentido, é razoável que investidores que possuem direito a participações mais significativas recebam mais contrapartidas no que se refere ao controle do investimento, tendo em vista a maior exposição ao risco.



#### 4.4 MECANISMOS EXTRACONTRATUAIS DE GESTÃO DE RISCO

A utilização de mecanismos contratuais para gestão de risco que sejam mais flexíveis pode ser acompanhada ainda por mecanismos extracontratuais a fim de gerar maior segurança nas partes envolvidas.

Nesse sentido, um bom alinhamento anterior entre investidor e empresa investida é extremamente importante para o sucesso do investimento.

No processo de análise dos investimentos, são critérios que fornecem mais confiança dos investidores na empresa investida: as experiências anteriores dos empreendedores; a maturidade e o tamanho da empresa investida, tendo em vista a existência de mais informações sobre o produto e as suas projeções; e a formação de um time de gestão (Wong, Bhatia e Freeman, 2009).

Nesse viés, o processo de due diligence dos investimentos também possui função fundamental para um processo de investimento assertivo. Além de serem analisadas questões mais objetivas, como informações contábeis, passivos, documentos societários e demais contratos (Lobo e Potenza, 2016), também devem ser objeto da due diligence a capacitação do empreendedor, o modelo de negócios, estratégias de divulgação, ativos intangíveis, dentre outros fatores (Spina, 2012).

Dessa forma, reduzindo a assimetria informacional, o investidor tende a conseguir tomar uma decisão melhor fundamentada, verificando se o investimento está de acordo com os seus interesses, objetivos futuros e o nível de risco o qual está disposto a enfrentar.

Nesse sentido, um melhor alinhamento entre startup e investidor pode gerar ainda mais segurança no investimento, de forma a reduzir os riscos e assim ser criada menor resistência para a utilização de mecanismos contratuais mais flexíveis.

Além disso, é importante considerar que, num momento inicial de desenvolvimento, a empresa ainda: não possui uma avaliação que represente valor significativo que incentive a saída antecipada dos seus fundadores; não costuma ocorrer divisão dos lucros eventualmente obtidos, já que os valores são reinvestidos nas estratégias de crescimento da empresa; e os custos são reduzidos, de forma que os fundadores não costumam obter remuneração expressiva.

Nesse sentido, ainda que se trate de empresas nascentes, assim como os investidores, os empreendedores possuem um alto grau de responsabilidade pelo

sucesso do empreendimento, tendo em vista a participação ainda significativa que detêm na empresa, e dependem do crescimento do valor da empresa a fim de que tenham um retorno financeiro atrativo, de forma que os seus interesses encontram-se alinhados com os dos investidores. Diante desse alinhamento, entende-se que os investidores podem não precisar de maiores níveis de controle sobre a empresa (Wong, Bhatia e Freeman, 2009).

Após o investimento, o investidor ainda poderá atuar de maneira próxima da startup, aconselhando e auxiliando nas estratégias de crescimento, a fim de multiplicar o retorno do seu investimento, sem comprometer a dinamicidade e autonomia da empresa.

Fica claro, portanto, que se encontram disponíveis diversas possibilidades de mecanismos extracontratuais que, combinados com os mecanismos contratuais, podem contribuir para que os investidores tenham seu investimento satisfatoriamente protegido e ainda promover os interesses da empresa e dos empreendedores, em uma espécie de compartilhamento dos riscos envolvidos na relação.

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo analisar os mecanismos contratuais de contenção e compartilhamento de riscos em startups, o que se realizou a partir de compreensões iniciais sobre o mercado e as suas principais práticas; da análise do contrato enquanto mecanismo de contenção de riscos; até a compreensão da perspectiva de compartilhamento de riscos, possibilidade que foi explorada a partir de modelos contratuais de mercado.

Conforme exposto, o mercado de investimento em startups encontra-se em crescimento, o que é acompanhado pelo seu amadurecimento e pelo surgimento de novas necessidades. Da análise do investimento em startups de estágio inicial, sendo este o objeto deste estudo, percebe-se que, por possuírem características particulares, também constroem suas relações com investidores de forma particular.

Nesse sentido, costumam aproximar-se principalmente de investidores anjo e fundos de investimento de capital semente ou de *venture capital*, além de receberem investimento dos denominados FFF - *Friends, Family and Fools*, possuindo destaque a formalização do investimento por meio de contratos conversíveis, como o mútuo conversível em participação societária. Nesse momento, os investimentos tendem a ser menores, possuindo, porém, a possibilidade de retorno em níveis expressivos.

Além disso, há que se considerar que, em função de estarem em estágio de desenvolvimento inicial, não possuem estruturas internas e, principalmente, de governança muito complexas, sendo caracterizadas por relações dinâmicas e sem grandes amarras. Em função disso, podem não suportar estruturas mais densas e complexas de governança, inclusive para que possam manter a velocidade de desenvolvimento e adaptação necessários para o atendimento das expectativas de crescimento.

Em paralelo a isso, tendo em vista o ambiente de incertezas nas quais se localizam as startups, o investimento nesse estágio pode representar um alto grau de risco para os seus investidores. No geral, as empresas ainda não costumam alcançar resultados expressivos e não possuem histórico robusto a fim de suportar um nível maior de segurança no investimento.

A fim de explorar esse contexto, analisou-se a Teoria da Agência, a qual contribui com a compreensão de alguns dos pontos de atenção na perspectiva do

investidor frente ao investimento. Nesse ponto, é relevante destacar a preocupação com a assimetria informacional e, portanto, as dificuldades do investidor na avaliação do investimento; além da possibilidade de conflito entre os interesses do investidor e do empreendedor que se posiciona à frente da startup. Enquanto o investidor costuma ter como seu foco principal o aumento do valor da empresa frente ao mercado, o empreendedor pode ter que equilibrar interesses de diferentes *stakeholders* na sua tomada de decisão.

No entanto, considerando o momento em que se encontram as startups de estágio inicial, de baixo faturamento, contenção de custos, necessidade de reinvestimento e baixa avaliação da empresa, os interesses de investidores e empreendedores podem estar ainda mais alinhados do que em fases mais avançadas, tendo em vista a necessidade dos empreendedores de ampliarem os resultados da empresa a fim de atingirem retornos mais expressivos.

Além disso, há que se considerar que a exposição do empreendedor neste momento, em função, dentre outros motivos, da sua participação considerável na empresa, é bastante significativa, inclusive pelo fato de que os investidores não costumam adquirir desde o primeiro momento participação societária da empresa.

Ainda assim, os investidores costumam identificar diversos fatores de risco no investimento e então buscam mitigá-los, sendo um dos principais instrumentos o contrato de investimento. Dessa forma, utilizam mecanismos contratuais de gestão de risco para estipular instrumentos de controle sobre o investimento, criando direitos para si e determinando deveres para os empreendedores.

Diante disso, resta claro que, ao mesmo tempo em que os investidores, ao aportarem valores nas startups, requerem mecanismos a fim de diminuir os riscos aos quais estão expostos, as startups em estágio inicial possuem uma estrutura especial e enxuta e podem ter maior compatibilidade com investimentos que resultam em uma governança menos complexa e maior liberdade de atuação para os empreendedores, ainda que acompanhados de maneira próxima pelos investidores.

Considerando as perspectivas de investidores e de empreendedores, buscou-se, por meio deste trabalho, analisar as novas perspectivas do mercado que permitam a construção de contratos que sejam de fato instrumentos de compartilhamento de riscos. Nesse contexto, tendo em mente o atendimento das

principais necessidades das partes, apresentou-se três modelos contratuais de mercado.

Da análise dos contratos, destaca-se que possuem um viés mais favorável ao empreendedor do que as redações apresentadas tradicionalmente neste contexto. Nesse sentido, os três contratos, cada um em sua medida, limitaram a inserção de mecanismos contratuais de contenção de risco, a fim de atender os fins a que se destinam.

Um ponto bastante interessante observado nos contratos analisados foi a não incidência de juros sobre o valor do contrato, bem como uma alteração na lógica da conversão do contrato, sendo estipulado em um dos casos que o seu pagamento em dinheiro somente se dará em casos específicos, como a dissolução da empresa. Nesse sentido, vislumbra-se a possibilidade de determinar que, em caso de atingimento da data de vencimento, haverá a conversão automática em participação societária ou ainda a renovação automática da data de vencimento. Em versões mais restritivas ao investidor, inclusive eliminou-se a data de vencimento.

A fim de facilitar a entrada dessas novas redações, há que se considerar a existência de equilíbrio entre inovações contratuais e a manutenção de algumas regras que se encontram de acordo com as práticas reiteradas de mercado.

Nesse sentido, os limites dos riscos com os quais o investidor está disposto a arcar influenciam diretamente na construção dos contratos. Dessa forma, além de buscar atender as necessidades do empreendedor, o contrato deverá adaptar-se ao contexto dos investidores interessados, que podem inclusive ser exigidos de cumprir determinadas regras externas à relação entre investidor e startup.

Diante disso, confirma-se que estão presentes no mercado modelos contratuais que propõem vertentes de compartilhamento de riscos, em que se busca maior equilíbrio na relação entre investidor e empresa investida. No entanto, a sua aplicação deve considerar o perfil do investidor e o contexto em que está inserido, além do perfil da startup e a capacidade de barganha que possui na negociação.

Nesse viés, a escolha da inclusão de determinados mecanismos de controle de investimento pode adaptar-se às circunstâncias específicas do investidor, principalmente a depender da representatividade do seu investimento e das regras internas mais complexas e robustas às quais se submetem, como é o caso de fundos de investimento.

Em paralelo à adoção de contratos com redações mais equilibradas, é interessante considerar a utilização de estratégias extracontratuais para gestão de riscos, das quais destaca-se a realização de uma análise prévia do investimento mais robusta, que promova o alinhamento de objetivos entre investidor e startup, além da estipulação de uma rotina de atuação próxima por parte do investidor.

Portanto, acompanhando o ganho de maturidade e a especialização do mercado de investimento em startups, faz-se de extrema importância explorar novas perspectivas e possibilidades de construção de contratos que se aproximem da dinamicidade e da flexibilidade inerentes a esse mercado. Almeja-se, desta forma, relações ainda mais colaborativas e que proporcionem o crescimento da startup e o alcance dos interesses de ambas as partes.

## REFERÊNCIAS

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (org.). **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro**. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009.

ALBERGONI, Leide. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil**: implicações para o futuro. 2006. 108 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Política Científica e Tecnológica, Instituto de Geociências, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 8. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2020.

BANDEIRA, Paula Greco. O contrato como instrumento de gestão de riscos e o princípio do equilíbrio contratual. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 17, n. 65, p. 195-208, jan.-mar. 2016.

BARBOSA, Eduardo Henrique de Oliveira; PIMENTA, Eduardo Goulart. **Mitigação dos riscos de investimentos em startups**. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022.

BERKERY, Dermot. **Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur**. Nova Iorque: McGraw Hill, 2008.

BOCATTO, Eloisa Perez Gamero. **Fundos de Private Equity no Brasil**: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. 2001. 182 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.

BONINI, Stefano; CAPIZZI, Vincenzo; VALETTA, Mario; ZOCCHI, Paola. Angel Network Affiliation and Business Angels' Investment Practices. **Journal of Corporate Financing**, Forthcoming, Stevens Institute of Technology School of Business, Hoboken, 19 dez. 2017. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2856478#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2856478#). Acesso em: 4 nov. 2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF, 15 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 10 jan. 2002. n. 8, Seção 1, p. 1.

BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar no 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis nos 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei no 8.212, de 24 de julho de 1991. Brasília, DF, 27 out. 2016. n. 208, Seção 1, p. 1.

BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 1 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília, DF, 1 jun. 2021. n. 103, Seção 1, p. 1-4.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por startups**: atualizado com o marco legal das startups. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

CAMPOS, Graziela Fernandes; LEÃO, Jéssica Santiago; SANTOS, Fernando de Almeida. Gestão de riscos para fundos de investimento. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, São Paulo, v. 4, n. 2, p. 87-100, jul.-dez. 2019.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Presidência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Rio de Janeiro, RJ, 30 ago. 2016.

CHAVES, Thiago Sancler de S. **Crise de Autoestima na Brasilidade**: uma defesa do mútuo conversível enquanto instrumento ideal para realização de investimentos-anjo no ecossistema de inovação brasileiro. 2023. 71 p. Monografia (Graduação) - Curso de Direito, Universidade de Brasília, 2023.

ALBERGONI, Leide. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil**: implicações para o futuro. 2006. 108 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Política Científica e Tecnológica, Instituto de Geociências, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

CHRISTOFIDIS, Constantin; DEBANDE, Olivier. **Financing innovative firms through venture capital**. [S.l.]: European Investment Bank, 2001. Disponível em: <https://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf> . Acesso em: 30 out. 2023.

COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. Green. Contractual Innovation in Venture Capital. **Hastings Law Journal**, v. 66, n. 1, p. 133-182, dez. 2014.

COYLE, John; GREEN, Joseph. The SAFE, the KISS and the Note: a survey of startup seed financing contracts. **Minnesota Law Review Headnotes**, Minneapolis, v. 103, n. 1, p. 42-66, 2018.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture capital and private equity contracting**: An international perspective. San Diego: Academic Press/Elsevier, 2009.



DAMODARAN, Aswath. Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. **Stern School of Business**, New York University, mai. 2009.

DAVILA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. **The Impact of Rounds of Venture Capital Funding on the Growth Strategy of Startups**. Stanford University & Washington University, 2001.

DONALDSON, Gordon; LORSCH, Jay. **Decision making at the top: the shaping of strategic direction**. New York: Basic Books, 1983.

DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Gestão de Riscos para Fundos de Investimentos**. Rio de Janeiro: Prentice Hall, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FELD, Brad; MENDELSON, Jason. **Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc, 2013.

FERNANDES, Wanderley. O processo de formação do contrato. In: WANDERLEY, Fernandes (org.). **Contratos Empresariais: Fundamentos e princípios dos contratos empresariais**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 221-279.

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 e Socioambiental**, Curitiba, v. 9, n. 1, p. 319-354, jan.-abr. 2018.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 24. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

IHA, Marcio Yassuhiro. **Problemas de Agência no relacionamento fundo de capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo de caso**. 2003. 138 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2003.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal Of Financial Economics**, Elsevier, v. 3, p. 305-360, out. 1976.

JÚDICE, Lucas Pimenta. Notas sobre a possibilidade de uma optante pelo simples nacional constituir uma sociedade em conta de participação. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (orgs.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 161-177.

JÚDICE, Lucas Pimenta. Qual é o melhor instrumento de investimento para você, seja empreendedor ou investidor? In: JÚDICE, Lucas Pimenta (org.). **Direito das startups**. v. 2. Curitiba: Juruá, 2017. p. 39-70.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. Natureza jurídica do vesting: como uma tradução errada pode acabar com o futuro tributário e trabalhista de uma startup. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (orgs.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 39-50.

LAVCA - LATIN AMERICA VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (Org.). **Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity**. New York: LAVCA, 2008.

Disponível em:

<https://www.lavca.org/app/uploads/2017/01/Guide-TermSheets-Brazil-PT.pdf>. Acesso em: 2 nov. 2023.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Investimentos Venture Capital e Private Equity: Considerações Práticas e Jurídicas. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (orgs.). **Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos**. Rio de Janeiro: Gen Atlas, 2016, p. 267-316.

LOPEZ, Teresa Ancona. Princípios contratuais. In: FERNANDES, Wanderley (org.). **Contratos Empresariais: Fundamentos e princípios dos contratos empresariais**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 19-92.

MAIA, Torben Fernandes. **Startups: riscos e responsabilidade do investidor-anjo no brasil**. 2019. 135 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Jurídicas, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2019.

MENDES, Maria Cristina Varalla; RODRIGUEZ, Caio Farah. Notas sobre alocação de riscos e garantias contratuais. In: FERNANDES, Wanderley (org.). **Contratos Empresariais: Fundamentos e princípios dos contratos empresariais**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 451-474.

MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo; RITO, Fernanda Paes Leme Peyneau. Subsídios para o equilíbrio funcional dos contratos. In: TEPEDINO, Gustavo; TEIXEIRA, Ana Carolina Brochado; ALMEIDA, Vitor (orgs.). **O direito civil entre o sujeito e a pessoa: estudos em homenagem ao professor Stefano Rodotà**. Belo Horizonte: Fórum, 2016, p. 425-442.

MORETTI, Eduardo. Investimento-Anjo: Instrumentos Legais e os Impactos da Lei Complementar n. 155/2016. In: MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antonio Godoy (orgs.). **Startups: aspectos jurídicos relevantes**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 99-122.

NONES, Fernanda. **Assimetria de Informação nos investimentos Venture Capital para Startups: uma análise dos mecanismos contratuais de redução de risco**. 2017. 77 f. Monografia (Especialização) - Curso de Direito, Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2017.

NVCA - NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (org.). **NVCA 2023 Yearbook**. [S.l.]: NVCA, 2023. Disponível em:

[https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/03/NVCA-2023-Yearbook\\_FINALFINAL.pdf](https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/03/NVCA-2023-Yearbook_FINALFINAL.pdf). Acesso em: 30 out. 2023.

PERES, Tatiana Bonatti. **Opção de Compra**. Curitiba: Juruá, 2011.

PERONI, Bruno Oliva; OLIVEIRA, Igor Czermainski de. **Cartilhas de capital empreendedor: investimento anjo**. Brasília: Sebrae, 2015.

POTENZA, Guilherme Peres; POTENZA, Alexandre Edde Diniz de. Regulando a inovação: o crowdfunding e o empreendedorismo brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 4, n. 15, p. 69-107, mai.-jun. 2016.

SALAMA, Bruno. **Estruturas jurídicas de investimento em startups: private equity e venture capital**. 2018. 51 f. Monografia de LLM - Insper, São Paulo, 2018.

QUEIROZ, André Felipe; MENDIETA, Fábio Henrique Paniagua; BUENO, Lesley Soares; GALVÃO, Valéria Mazucato. Teoria da Agência: um levantamento sobre discussões contemporâneas. **Revista da Faculdade de Administração e Economia**, São Bernardo do Campo. v. 11, n. 1, p. 17-53, 2022.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2022.

RIES, Eric. **The lean startup**: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses. Nova Iorque: Crown Publishing Group, 2011.

SEGATTO-MENDES, Andréa Paula. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. 2001. 260 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da. **Venture Capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. 178 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em startups. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (org.). **Direito das startups**. v. 2. Curitiba: Juruá, 2017. p. 155-174.

SILVA, Layon Lopes da. Governança Corporativa para Startups. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (orgs.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 69-84.

SPINA, Cassio A. **Investidor Anjo: Como Conseguir Investidores para seu Negócio**. 2. ed. São Paulo: nVersos, 2015.

SPINA, Cassio A. **Investidor-anjo: guia prático para empreendedores e investidores**. São Paulo: nVersos, 2012.

TAMMEAID, Mattias. **The use of principal-agent and incomplete contract approach in mitigating agency risks for mergers and acquisitions in the Baltic States**. Tilburg: University of Tilburg, 2014. Disponível em: <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135877>. Acesso em 15 out. 2023.

VAN OSNABRUGGE, Mark. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. **Venture Capital**, [S.L.], v. 2, n. 2, p. 91-109, abr. 2000.

WANDERLEY, Thiago Barbosa. A tributação dos ganhos do investidor-anjo nas startups (microempresas e empresas de pequeno porte). **Revista de Direito Tributário Contemporâneo**, São Paulo, v. 8, p. 1-6, set.-out. 2017.

WANG, Susheng; ZHOU, Hailan. Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. **Journal of Corporate Finance**, [S.L.], v. 10, p. 131-155, jan. 2004.

**ANEXO A – Contrato Simple Agreement for Future Equity (SAFE)****POST-MONEY SAFE VALUATION CAP**

THIS INSTRUMENT AND ANY SECURITIES ISSUABLE PURSUANT HERETO HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE “SECURITIES ACT”), OR UNDER THE SECURITIES LAWS OF CERTAIN STATES. THESE SECURITIES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR OTHERWISE TRANSFERRED, PLEDGED OR HYPOTHECATED EXCEPT AS PERMITTED IN THIS SAFE AND UNDER THE ACT AND APPLICABLE STATE SECURITIES LAWS PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT OR AN EXEMPTION THEREFROM.

**[COMPANY NAME]**

**SAFE****(Simple Agreement for Future Equity)**

THIS CERTIFIES THAT in exchange for the payment by [Investor Name] (the “**Investor**”) of \$[ ] (the “**Purchase Amount**”) on or about [Date of Safe], [Company Name], a [State of Incorporation] corporation (the “**Company**”), issues to the Investor the right to certain shares of the Company’s Capital Stock, subject to the terms described below.

This Safe is one of the forms available at <http://ycombinator.com/documents> and the Company and the Investor agree that neither one has modified the form, except to fill in blanks and bracketed terms.

The “**Post-Money Valuation Cap**” is \$[ ]. See **Section 2** for certain additional defined terms.

1. **Events**

(a) **Equity Financing.** If there is an Equity Financing before the termination of this Safe, on the initial closing of such Equity Financing, this Safe will automatically convert into the greater of: (1) the number of shares of Standard Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the lowest price per share of the Standard Preferred Stock; or (2) the number of shares of Safe Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the Safe Price.

In connection with the automatic conversion of this Safe into shares of Standard Preferred Stock or Safe Preferred Stock, the Investor will execute and deliver to the Company all of the transaction documents related to the Equity Financing; provided, that such documents (i) are the same documents to be entered into with the purchasers of Standard Preferred Stock, with appropriate variations for the Safe Preferred Stock if applicable, and (ii) have customary exceptions to any drag-along applicable to the Investor, including (without limitation) limited representations, warranties, liability and indemnification obligations for the Investor.

(b) **Liquidity Event.** If there is a Liquidity Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds, due and payable to the Investor immediately prior to, or concurrent with, the consummation of such Liquidity Event, equal to the greater of (i) the Purchase Amount (the “Cash-Out Amount”) or (ii) the amount payable on the number of shares of Common Stock equal to the Purchase Amount divided by the Liquidity Price (the “Conversion Amount”). If any of the Company’s securityholders are given a choice as to the form and amount of Proceeds to be received in a Liquidity Event, the Investor will be given the same choice, provided that the Investor may not choose to receive a form of consideration that the Investor would be ineligible to receive as a result of the Investor’s failure to satisfy any requirement or limitation generally applicable to the Company’s securityholders, or under any applicable laws.

Notwithstanding the foregoing, in connection with a Change of Control intended to qualify as a tax-free reorganization, the Company may reduce the cash portion of Proceeds payable to the Investor by the amount determined by its board of directors in good faith for such Change of Control to qualify as a tax-free

reorganization for U.S. federal income tax purposes, provided that such reduction (A) does not reduce the total Proceeds payable to such Investor and (B) is applied in the same manner and on a pro rata basis to all securityholders who have equal priority to the Investor under Section 1(d).

(c) **Dissolution Event**. If there is a Dissolution Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds equal to the Cash-Out Amount, due and payable to the Investor immediately prior to the consummation of the Dissolution Event.

(d) **Liquidation Priority**. In a Liquidity Event or Dissolution Event, this Safe is intended to operate like standard non-participating Preferred Stock. The Investor's right to receive its Cash-Out Amount is:

(i) Junior to payment of outstanding indebtedness and creditor claims, including contractual claims for payment and convertible promissory notes (to the extent such convertible promissory notes are not actually or notionally converted into Capital Stock);

(ii) On par with payments for other Safes and/or Preferred Stock, and if the applicable Proceeds are insufficient to permit full payments to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock, the applicable Proceeds will be distributed pro rata to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock in proportion to the full payments that would otherwise be due; and

(iii) Senior to payments for Common Stock.

The Investor's right to receive its Conversion Amount is (A) on par with payments for Common Stock and other Safes and/or Preferred Stock who are also receiving Conversion Amounts or Proceeds on a similar as-converted to Common Stock basis, and (B) junior to payments described in clauses (i) and (ii) above (in the latter case, to the extent such payments are Cash-Out Amounts or similar liquidation preferences).

(e) **Termination.** This Safe will automatically terminate (without relieving the Company of any obligations arising from a prior breach of or non-compliance with this Safe) immediately following the earliest to occur of: (i) the issuance of Capital Stock to the Investor pursuant to the automatic conversion of this Safe under Section 1(a); or (ii) the payment, or setting aside for payment, of amounts due the Investor pursuant to Section 1(b) or Section 1(c).

## 2. **Definitions**

**“Capital Stock”** means the capital stock of the Company, including, without limitation, the “Common Stock” and the “Preferred Stock.”

**“Change of Control”** means (i) a transaction or series of related transactions in which any “person” or “group” (within the meaning of Section 13(d) and 14(d) of the Securities Exchange Act of 1934, as amended), becomes the “beneficial owner” (as defined in Rule 13d-3 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended), directly or indirectly, of more than 50% of the outstanding voting securities of the Company having the right to vote for the election of members of the Company’s board of directors, (ii) any reorganization, merger or consolidation of the Company, other than a transaction or series of related transactions in which the holders of the voting securities of the Company outstanding immediately prior to such transaction or series of related transactions retain, immediately after such transaction or series of related transactions, at least a majority of the total voting power represented by the outstanding voting securities of the Company or such other surviving or resulting entity or (iii) a sale, lease or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company.

**“Company Capitalization”** is calculated as of immediately prior to the Equity Financing and (without double-counting, in each case calculated on an as-converted to Common Stock basis):

- Includes all shares of Capital Stock issued and outstanding;
- Includes all Converting Securities;
- Includes all (i) issued and outstanding Options and (ii) Promised Options; and
- Includes the Unissued Option Pool, except that any increase to the Unissued Option Pool in connection with the Equity Financing will only be included to the



extent that the number of Promised Options exceeds the Unissued Option Pool prior to such increase.

**“Converting Securities”** includes this Safe and other convertible securities issued by the Company, including but not limited to: (i) other Safes; (ii) convertible promissory notes and other convertible debt instruments; and (iii) convertible securities that have the right to convert into shares of Capital Stock.

**“Direct Listing”** means the Company’s initial listing of its Common Stock (other than shares of Common Stock not eligible for resale under Rule 144 under the Securities Act) on a national securities exchange by means of an effective registration statement on Form S-1 filed by the Company with the SEC that registers shares of existing capital stock of the Company for resale, as approved by the Company’s board of directors. For the avoidance of doubt, a Direct Listing will not be deemed to be an underwritten offering and will not involve any underwriting services.

**“Dissolution Event”** means (i) a voluntary termination of operations, (ii) a general assignment for the benefit of the Company’s creditors or (iii) any other liquidation, dissolution or winding up of the Company (excluding a Liquidity Event), whether voluntary or involuntary.

**“Dividend Amount”** means, with respect to any date on which the Company pays a dividend on its outstanding Common Stock, the amount of such dividend that is paid per share of Common Stock multiplied by (x) the Purchase Amount divided by (y) the Liquidity Price (treating the dividend date as a Liquidity Event solely for purposes of calculating such Liquidity Price).

**“Equity Financing”** means a bona fide transaction or series of transactions with the principal purpose of raising capital, pursuant to which the Company issues and sells Preferred Stock at a fixed valuation, including but not limited to, a pre-money or post-money valuation.

**“Initial Public Offering”** means the closing of the Company’s first firm commitment underwritten initial public offering of Common Stock pursuant to a registration statement filed under the Securities Act.

**“Liquidity Capitalization”** is calculated as of immediately prior to the Liquidity Event, and (without double-counting, in each case calculated on an as-converted to Common Stock basis):

- Includes all shares of Capital Stock issued and outstanding;

- Includes all (i) issued and outstanding Options and (ii) to the extent receiving Proceeds, Promised Options;
- Includes all Converting Securities, **other than** any Safes and other convertible securities (including without limitation shares of Preferred Stock) where the holders of such securities are receiving Cash-Out Amounts or similar liquidation preference payments in lieu of Conversion Amounts or similar “as-converted” payments; and
- Excludes the Unissued Option Pool.

“**Liquidity Event**” means a Change of Control, a Direct Listing or an Initial Public Offering.

“**Liquidity Price**” means the price per share equal to the Post-Money Valuation Cap divided by the Liquidity Capitalization.

“**Options**” includes options, restricted stock awards or purchases, RSUs, SARs, warrants or similar securities, vested or unvested.

“**Proceeds**” means cash and other assets (including without limitation stock consideration) that are proceeds from the Liquidity Event or the Dissolution Event, as applicable, and legally available for distribution.

“**Promised Options**” means promised but ungranted Options that are the greater of those (i) promised pursuant to agreements or understandings made prior to the execution of, or in connection with, the term sheet or letter of intent for the Equity Financing or Liquidity Event, as applicable (or the initial closing of the Equity Financing or consummation of the Liquidity Event, if there is no term sheet or letter of intent), (ii) in the case of an Equity Financing, treated as outstanding Options in the calculation of the Standard Preferred Stock’s price per share, or (iii) in the case of a Liquidity Event, treated as outstanding Options in the calculation of the distribution of the Proceeds.

“**Safe**” means an instrument containing a future right to shares of Capital Stock, similar in form and content to this instrument, purchased by investors for the purpose of funding the Company’s business operations. References to “this Safe” mean this specific instrument.

“**Safe Preferred Stock**” means the shares of the series of Preferred Stock issued to the Investor in an Equity Financing, having the identical rights, privileges, preferences, seniority, liquidation multiple and restrictions as the shares of Standard Preferred Stock, except that any price-based preferences (such as the per share

liquidation amount, initial conversion price and per share dividend amount) will be based on the Safe Price.

“**Safe Price**” means the price per share equal to the Post-Money Valuation Cap divided by the Company Capitalization.

“**Standard Preferred Stock**” means the shares of the series of Preferred Stock issued to the investors investing new money in the Company in connection with the initial closing of the Equity Financing.

“**Unissued Option Pool**” means all shares of Capital Stock that are reserved, available for future grant and not subject to any outstanding Options or Promised Options (but in the case of a Liquidity Event, only to the extent Proceeds are payable on such Promised Options) under any equity incentive or similar Company plan.

### **3. *Company Representations***

(a) The Company is a corporation duly organized, validly existing and in good standing under the laws of its state of incorporation, and has the power and authority to own, lease and operate its properties and carry on its business as now conducted.

(b) The execution, delivery and performance by the Company of this Safe is within the power of the Company and has been duly authorized by all necessary actions on the part of the Company (subject to section 3(d)). This Safe constitutes a legal, valid and binding obligation of the Company, enforceable against the Company in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors' rights generally and general principles of equity. To its knowledge, the Company is not in violation of (i) its current certificate of incorporation or bylaws, (ii) any material statute, rule or regulation applicable to the Company or (iii) any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound, where, in each case, such violation or default, individually, or together with all such violations or defaults, could reasonably be expected to have a material adverse effect on the Company.

(c) The performance and consummation of the transactions contemplated by this Safe do not and will not: (i) violate any material judgment, statute, rule or regulation applicable to the Company; (ii) result in the acceleration of any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound; or (iii) result

in the creation or imposition of any lien on any property, asset or revenue of the Company or the suspension, forfeiture, or nonrenewal of any material permit, license or authorization applicable to the Company, its business or operations.

(d) No consents or approvals are required in connection with the performance of this Safe, other than: (i) the Company's corporate approvals; (ii) any qualifications or filings under applicable securities laws; and (iii) necessary corporate approvals for the authorization of Capital Stock issuable pursuant to Section 1.

(e) To its knowledge, the Company owns or possesses (or can obtain on commercially reasonable terms) sufficient legal rights to all patents, trademarks, service marks, trade names, copyrights, trade secrets, licenses, information, processes and other intellectual property rights necessary for its business as now conducted and as currently proposed to be conducted, without any conflict with, or infringement of the rights of, others.

#### **4. *Investor Representations***

(a) The Investor has full legal capacity, power and authority to execute and deliver this Safe and to perform its obligations hereunder. This Safe constitutes a valid and binding obligation of the Investor, enforceable in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors' rights generally and general principles of equity.

(b) The Investor is an accredited investor as such term is defined in Rule 501 of Regulation D under the Securities Act, and acknowledges and agrees that if not an accredited investor at the time of an Equity Financing, the Company may void this Safe and return the Purchase Amount. The Investor has been advised that this Safe and the underlying securities have not been registered under the Securities Act, or any state securities laws and, therefore, cannot be resold unless they are registered under the Securities Act and applicable state securities laws or unless an exemption from such registration requirements is available. The Investor is purchasing this Safe and the securities to be acquired by the Investor hereunder for its own account for investment, not as a nominee or agent, and not with a view to, or for resale in connection with, the distribution thereof, and the Investor has no present intention of selling, granting any participation in, or otherwise distributing the same.

The Investor has such knowledge and experience in financial and business matters that the Investor is capable of evaluating the merits and risks of such investment, is able to incur a complete loss of such investment without impairing the Investor's financial condition and is able to bear the economic risk of such investment for an indefinite period of time.

## **5. *Miscellaneous***

(a) Any provision of this Safe may be amended, waived or modified by written consent of the Company and either (i) the Investor or (ii) the majority-in-interest of all then-outstanding Safes with the same "Post-Money Valuation Cap" and "Discount Rate" as this Safe (and Safes lacking one or both of such terms will be considered to be the same with respect to such term(s)), provided that with respect to clause (ii): (A) the Purchase Amount may not be amended, waived or modified in this manner, (B) the consent of the Investor and each holder of such Safes must be solicited (even if not obtained), and (C) such amendment, waiver or modification treats all such holders in the same manner. "Majority-in-interest" refers to the holders of the applicable group of Safes whose Safes have a total Purchase Amount greater than 50% of the total Purchase Amount of all of such applicable group of Safes.

(b) Any notice required or permitted by this Safe will be deemed sufficient when delivered personally or by overnight courier or sent by email to the relevant address listed on the signature page, or 48 hours after being deposited in the U.S. mail as certified or registered mail with postage prepaid, addressed to the party to be notified at such party's address listed on the signature page, as subsequently modified by written notice.

(c) The Investor is not entitled, as a holder of this Safe, to vote or be deemed a holder of Capital Stock for any purpose other than tax purposes, nor will anything in this Safe be construed to confer on the Investor, as such, any rights of a Company stockholder or rights to vote for the election of directors or on any matter submitted to Company stockholders, or to give or withhold consent to any corporate action or to receive notice of meetings, until shares have been issued on the terms described in Section 1. However, if the Company pays a dividend on outstanding shares of Common Stock (that is not payable in shares of Common Stock) while this

Safe is outstanding, the Company will pay the Dividend Amount to the Investor at the same time.

(d) Neither this Safe nor the rights in this Safe are transferable or assignable, by operation of law or otherwise, by either party without the prior written consent of the other; provided, however, that this Safe and/or its rights may be assigned without the Company's consent by the Investor (i) to the Investor's estate, heirs, executors, administrators, guardians and/or successors in the event of Investor's death or disability, or (ii) to any other entity who directly or indirectly, controls, is controlled by or is under common control with the Investor, including, without limitation, any general partner, managing member, officer or director of the Investor, or any venture capital fund now or hereafter existing which is controlled by one or more general partners or managing members of, or shares the same management company with, the Investor.

(e) In the event any one or more of the provisions of this Safe is for any reason held to be invalid, illegal or unenforceable, in whole or in part or in any respect, or in the event that any one or more of the provisions of this Safe operate or would prospectively operate to invalidate this Safe, then and in any such event, such provision(s) only will be deemed null and void and will not affect any other provision of this Safe and the remaining provisions of this Safe will remain operative and in full force and effect and will not be affected, prejudiced, or disturbed thereby.

(f) All rights and obligations hereunder will be governed by the laws of the State of [Governing Law Jurisdiction], without regard to the conflicts of law provisions of such jurisdiction.

(g) The parties acknowledge and agree that for United States federal and state income tax purposes this Safe is, and at all times has been, intended to be characterized as stock, and more particularly as common stock for purposes of Sections 304, 305, 306, 354, 368, 1036 and 1202 of the Internal Revenue Code of 1986, as amended. Accordingly, the parties agree to treat this Safe consistent with the foregoing intent for all United States federal and state income tax purposes (including, without limitation, on their respective tax returns or other informational statements).

*(Signature page follows)*

IN WITNESS WHEREOF, the undersigned have caused this Safe to be duly executed and delivered.

**[COMPANY]**

By: \_\_\_\_\_

[name]

[title]

Address:

Email:

**INVESTOR:**

By:

Name:

Title:

Address:

Email:

**ANEXO B – Contrato de Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MÚTUO)**

**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 [\_\_\_\_] (“**Mutuante**” ou “**Investidor**” e, em conjunto com Empresa, “**Partes**”). Sujeito aos termos e condições deste Contrato, o Investidor concorda em emprestar à Empresa (“**Mútuo**”), em até [ ] dias após a data de assinatura deste Contrato, o valor de R\$[\_\_\_\_\_] (“**Valor do Mútuo**”). 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 Mútuo é uma obrigação quirografária geral (sem garantia) da Empresa. Não incidirão e não serão devidos juros com relação ao Valor do Mútuo. A menos que seja anteriormente convertido, reembolsado ou pré-pago nos termos deste Contrato, o Valor do Mútuo será devido e pago pela Empresa ao Investidor, mediante exigência do Investidor, a qualquer momento após [\_\_\_\_\_] (“**Data de Vencimento**”). [Caso o Valor do Mútuo não tenha sido convertido, reembolsado ou pré-pago nos termos deste Contrato até a Data de Vencimento, o vencimento do Mútuo será automaticamente prorrogado até que ocorra uma Rodada de Captação (Equity), um Evento de Liquidez ou um Evento de Dissolução, ressalvado o direito de conversão por opção do Mutante nos termos deste Contrato.]



Para fins deste Contrato, “**Valor Máximo de Avaliação Post-Money**” significa R\$[\_\_\_\_\_]. 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 Mútuo será automaticamente convertido concomitantemente ao fechamento inicial desta Rodada de Captação (*Equity*) no que for maior entre: (i) o número de Ações Preferenciais Padrão equivalente ao Valor do Mútuo dividido pelo menor preço por Ação Preferencial Padrão; ou (ii) o número de Ações Preferenciais de Conversão do Mútuo equivalente ao Valor do Mútuo dividido pelo Preço Por Ação do Mútuo. No contexto da conversão automática deste Mútuo em Ações Preferenciais Padrão ou Ações Preferenciais de Conversão do Mútuo, o Investidor assinará e entregará à Empresa todos os documentos relacionados à Rodada de Captação (*Equity*); desde que tais documentos (y) sejam os mesmos documentos a serem celebrados com os compradores das Ações Preferenciais Padrão, com variações apropriadas para as Ações Preferenciais de Conversão do Mútuo, se aplicável; e (z) tenham exceções habituais a obrigações de venda forçada (*drag along*) aplicável ao Investidor, incluindo (sem limitação) no que diz respeito a declarações, garantias, responsabilidade e obrigações de indenização 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 Por Ação do Mútuo.

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 emitidos 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 emitidos 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) “**Capitalização da Empresa**” é calculada no momento imediatamente anterior à Rodada de Captação (*Equity*) e inclui (sem dupla contagem, sendo em cada caso calculada com base na conversão em Ações Ordinárias): (i) todas as ações do

Capital Social emitidas; (ii) todos os Instrumentos Conversíveis; (iii) todas (1) as Opções emitidas e (2) as Opções Prometidas; e (iv) o Pool de Opções Não Emitidas, exceto pelo fato de que qualquer aumento do Pool de Opções Não Emitidas com relação à Rodada de Captação (*Equity*) somente será incluído na medida em que o número de Opções Prometidas exceder o Pool de Opções Não Emitidas antes desse aumento.

(d) “**Instrumentos Conversíveis**” inclui este Mútuo e demais instrumentos conversíveis emitidos pela Empresa, incluindo, sem limitação: (i) mútuos conversíveis, adiantamentos para futuro aumento de capital, bônus de subscrição, notas promissórias conversíveis e demais instrumentos de dívida conversíveis; e (ii) títulos conversíveis que podem ser convertidos em Capital Social.

(e) “**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).

(f) “**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).

(g) “**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*).

(h) “**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.

(i) “**Capitalização Pré-Evento de Liquidez**” é calculada no momento imediatamente anterior ao Evento de Liquidez (sem dupla contagem, em cada caso calculada com base na conversão em Ações Ordinárias), e: (i) inclui todas as ações do Capital Social emitidas; (ii) inclui todas (1) as Opções emitidas e em circulação, e (2) na medida em que receberem Recursos, Opções Prometidas; (iii) inclui todos os Instrumentos Conversíveis, exceto este Mútuo e demais Instrumentos Conversíveis em que os titulares de tais instrumentos estiverem recebendo pagamentos em razão de preferência na liquidação ou pagamentos similares em bases “conforme os títulos forem convertidos” (*as-converted*); e (iv) exclui o Pool de Opções Não Emitidas.

(j) “**Evento de Liquidez**” significa a Alteração de Controle ou uma Oferta Pública Inicial.

(k) “**Preço de Liquidez**” significa o preço por ação equivalente ao Valor Máximo de Avaliação *Post-Money*, dividido pela Capitalização Pré-Evento de Liquidez.

(l) “**Ações Preferenciais de Conversão 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 preferências 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 por Ação do Mútuo.

(m) “**Preço Por Ação do Mútuo**” significa o preço por ação equivalente ao Valor Máximo de Avaliação *Post-Money* dividido pela Capitalização da Empresa.

(n) “**Opções**” inclui opções, planos de incentivo de longo prazo (*restricted stock awards ou purchases, RSUs, SARs*) e títulos similares, independente das condições de carência terem sido cumpridas ou não.

(o) “**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.

(p) “**Opções Prometidas**” significa Opções prometidas, mas não outorgadas, devendo ser considerado o que for maior entre aquelas (i) prometidas no âmbito de acordos ou entendimentos feitos antes da celebração do termo de compromisso ou da carta de intenções relativa à Rodada de Captação (*Equity*) ou Evento de Liquidez, conforme aplicável (ou o fechamento inicial da Rodada de Captação (*Equity*) ou a consumação do Evento de Liquidez, se não houver nenhum termo de compromisso ou carta de intenções), (ii) no caso de Rodada de Captação (*Equity*), tratadas como Opções em circulação (*outstanding Options*) no cálculo do preço por ação das Ações Preferenciais Padrão, ou (iii) no caso de um Evento de Liquidez, tratadas como Opções em circulação (*outstanding Options*) no cálculo da distribuição dos Recursos;

(q) “**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*).

(r) “**Pool de Opções Não Emitidas**” significa todas as ações do Capital Social que sejam reservadas, disponíveis para outorga futura e não estejam sujeitas a quaisquer Opções em circulação (*outstanding Options*) ou Opções Prometidas (mas no caso de um Evento de Liquidez, somente na medida em que os Recursos sejam devidos para tais Opções Prometidas) no âmbito de qualquer plano de opção de compra de ações ou plano similar da Empresa.

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 com o mesmo “Valor Máximo de Avaliação *Post-Money*”, 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 parte 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 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 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 o “Valor Máximo de Avaliação *Post-Money*”) 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 o mesmo Valor Máximo de Avaliação *Post-Money*, 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 sócios 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 quanto 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: